

**Világgazdasági változások hatása az
EU-ra, mindezek hatása
Magyarország gazdaságára,
államháztartására**

Tanulmány a Költségvetési Tanács részére

Budapest, 2022. szeptember 9.

The logo for OGResearch, featuring the letters 'OG' in a stylized green font followed by the word 'Research' in a dark grey sans-serif font.

Köber Csaba – Zsoldos István

Vezetői összefoglaló

A magyar GDP-arányos államadósság 2011 után csökkenő pályára állt, és az akkori 81 százalékos csúcspól 2019 végére 65 százalék közelébe süllyedt. Ezt a kedvező folyamatot a pénzügyi válságot megelőző időszakhoz képest lényegesen kiegyensúlyozottabb költségvetési politika, illetve a gazdaság fehéritése irányába tett sikeres lépések mellett főként a 2014-től fellendülő növekedés tette lehetővé. 2020-ban a világméretű recesszió és a koronavírus-járvány miatt megugró költségvetési hiány hatására az adósságráta ismét a GDP 80 százalék fölé emelkedett, és alig egy év alatt semlegesítette a korábbi évtized eredményeit. Bár a gazdaság a tavalyi év folyamán fokozatosan leküzdötte a járvány okozta nehézségeket, a gazdaság újraindításához szükséges többletkiadások miatt a költségvetési hiány továbbra is magas maradt, az államadósság pedig továbbra is jóval meghaladta a járvány előtti évek átlagát.

Az idei évben új nehézségekkel kellett szembesülnünk: az orosz-ukrán háború számos csatornán keresztül szűkíti a fiskális mozgásteret. Bár a háborúval összefüggő közvetlen költségek nem számottevőek, a gazdaság érdemi lassulása önmagában is növeli a költségvetési hiányt. A visszaeső külső kereslet és a drasztikusan megugró importárak (különösen a gáz- és energiaárak) is erőteljes nyomást helyeznek a forint árfolyamára és az inflációra, amelyre a jegybank a monetáris kondíciók szigorításával reagál. Ráadásul a kormány év eleji (választás előtti) költsége is hozzájárult ahhoz, hogy az év első felében a még dinamikusabban bővülő gazdasági teljesítmény ellenére sem csökkent érdemben a költségvetési hiány. Összességében azt mondhatjuk, hogy a külső és a belső (a politikai konjunktúraciklussal összefüggő) folyamatok hatására a magyar költségvetési politika az év közepén jelentős korrekcióra kényszerült, hogy tartani tudja az idei évre előirányzott hiányt. A magas deficit ellenére az államadósság rátája azonban idén érdemben csökkenhet, elsősorban azért, mert a viszonyítás alapja, a nominális GDP (a felpörgő infláció és az év első felének dinamikus gazdasági teljesítménye miatt) sokkal magasabb.

Előrejelzésünk alappályája arra hívja fel a figyelmet, hogy a következő évtized a magyar gazdaság növekedési kilátásai és a költségvetési politika lehetőségei szempontjából nehezebb lesz, mint a megelőző. Még akkor is, ha a magyar közvéleményt és a politikai elitet leginkább foglalkoztató kérdésekben az elemzői és piaci konszenzusnak megfelelően optimisták vagyunk. Egyrészt azzal számolunk, hogy a gáz- és energiaárak drasztikus megugrása átmeneti jelenség, és nem okoz sem tartós recessziót, sem elhúzódó inflációt a világban. Másrészt arra számítunk, hogy a magyar kormánynak az ősz folyamán sikerül megegyeznie az EU-val a jogállamisági eljárás által érintett kérdésekben. Így idővel elérhetővé válnak a helyreállítási alap és a 2021-27-es uniós költségvetés forrásai.

A rövid távú pozitív fejlemények (vagy a néhány éven belül megoldódó problémák) mellett a pesszimizmusunk elsősorban abból adódik, hogy a magyar gazdaság kimerítette a gazdasági növekedés legkönnyebben kiaknázzható forrását. A demográfiai folyamatok ismeretében a

munkaerő extenzív bővülése már nem nagyon tudja támogatni a kibocsátást, a termelékenység érdemi felpörgetéséhez pedig új növekedési modellre lenne szükség. Ráadásul az emberi erőforrások hatékonyabbá tételéhez komolyabb költségvetési forrásokra is szükség volna, elsősorban az elmúlt évtized vesztes ágazataihoz sorolható oktatás és az egészségügy területén. Összességében azzal számolunk, hogy a következő tíz évben a magyar gazdaság növekedési potenciálja alacsonyabb, így költségvetési lehetőségei korlátozottabbak lesznek. A tartós költségvetési fegyelem mellett az államadósság GDP-arányos rátája még így is csökken, de jóval mérsékeltebb ütemben: közel tíz évre lesz szükségünk ahhoz, hogy 70 százalék alá tornásszuk vissza az értékét, amely az előrejelzési horizontunk végén is magasabb lesz a koronavírus járványt megelőző utolsó békeév szintjénél, arról nem is beszélve, hogy régiós összehasonlításban továbbra is kiugróan magas marad.

A magas adósságráta erősen behatárolja az ország mozgásterét abban, hogy az esetleges negatív külső sokkokat semlegesíteni tudja. Az ország nyitottsága, valamint a nemzetközi piacokba való beágyazottsága is abba az irányba hat, hogy a magyar gazdaság teljesítménye és az államháztartás helyzete továbbra is igen érzékeny a külső fejleményekre. Elemzésünkben az alappálya mellett három alternatív forgatókönyvet vizsgáltunk. Ezek mind olyan külső feltételezéseket jelenítenek meg, amelyek az alappályánkhöz képest kisebb valószínűségűek, de nem tekinthetők szélsőséges, válságszerű eseményeknek.

Az *első forgatókönyvben* azt tesszük fel, hogy a magas gáz- és energiaárak tartósan fennmaradnak, és komoly recesszióba lökik az importőr európai országokat. Az EU kibocsátása ebben a forgatókönyvben három ok miatt is visszaesik. Egyrészt amiatt, mert a magas energiaárak a termelés egy részét veszteségesé teszik, másrészt az esetleges energiaellátási problémák fizikai hiányt okozva is csökkentik a termelést, harmadrészt a bizalomhiány miatt a beruházások is visszaesnek. A visszaeső termelés és a magas importárak miatt romlik a külső egyensúly, ami az euró gyengüléséhez vezet, ez pedig – a gyenge növekedés ellenére is – kikényszeríti a reálkamat emelkedését. A magas reálkamat szint az unió sebezhetőbb országaiban (például Olaszországban) fokozottan jelentkezik a magasabb kockázati prémium miatt. Ez a scenárió az egész EU-ban, így természetesen nálunk is, jelentősen rontja a növekedési és a fiskális fenntarthatósággal kapcsolatos kilátásokat.

A *második forgatókönyvben* azzal a feltevéssel élünk, hogy a következő évtizedet a nemzetközi konfliktusok és az ezekre adott politikai és gazdaságpolitikai válaszok uralják. Ebben a forgatókönyvben a globalizáció nem csak megtorpan, hanem vissza is fordul, vagyis a kormányok és az üzleti döntéshozók – hatékonysági veszteségek árán is – termelési tevékenységeket telepítenek vissza a működőtőke hagyományos forrásországaiba. Ezzel párhuzamosan a magasabb katonai kiadások miatt világszerte emelkedik a költségvetési hiány, így kevesebb erőforrás jut a termelékenységet növelő kormányzati kiadásokra (például infrastrukturális beruházásokra). Végül: ebben a scenárióban az állam jobban beleavatkozik a normál üzleti döntésekbe is, mint az alappályán. Ezek a fejlemények összességében érdemben lassítják a potenciális növekedést a világban: az alappályához képest éves átlagban 1,5 százalékponttal alacsonyabb bővüléssel számolunk, ami Magyarország esetében ennél valamivel erőteljesebb lassulással jár. A növekedési hatás a 10 éves időszak végére eltűnik, azonban a gazdaságok nem

„hozzák be” a korábbi lemaradásukat, a kibocsátás az alappályához képest tartósan lefelé tolódik. Ez a forgatókönyv az előző (átmeneti recessziót feltételező) forgatókönyvhez hasonló hatással jár: a reálgazdaság szempontjából ugyan drámaibbak a következmények, de a költségvetési egyenlegmutatók és az adósságdinamika némiképp kedvezőbben alakul. Ez azért van így, mert egy tartós válság a fiskális politika részéről is tartós megoldást (alacsonyabb hiányt) követel meg, míg egy átmeneti recesszió esetében a költségvetési politika „simíthatja” a problémát: megengedheti magának az átmenetileg nagyobb hiányt, ha a későbbiekben fellendülő reálgazdaság erre fedezetet nyújt.

A harmadik forgatókönyvben egy optimista forgatókönyvet vázolunk: a koronavírus járvány utóhatásaként felgyorsul a technológiai fejlődés, amely többek között alacsony energiaárakhoz is vezet. A koronavírus kényszerhelyzete megmutatta, hogy a gazdasági szereplők képesek lehetnek gyorsan jelentős pozitív változásokat elérni, akár a konkrét termékek gyors kifejlesztésében (új típusú vakcinák), akár a szervezési kérdésekben (távdiagnózis, távoktatás, távmunka stb.). Ebben a scenárióban azzal számolunk, hogy a jövőben is gyorsabb fejlődést tapasztalhatunk, elsősorban olyan, a kormányok számára fontos területeken, mint az oktatás és az egészségügy. A hatékonyságjavulás ezen szektorokban lényegesen jobb helyzetbe hozhatja a fejlett világ költségvetési döntéshozóit, ami végső soron megnyithatja az utat az adócsökkentések és/vagy a jobb állami szolgáltatások előtt. Ezen fejlemények pedig világszerte magasabb növekedéshez vezethetnek. A technológiai optimizmustól fűtve és a jelenlegi magas energiaárakra reagálva az európai kormányok és az EU pedig valószínűleg nagy összegeket fognak gázzállítási és egyéb energiainfrastruktúrába fektetni, hogy megakadályozzák az energiaválság megismétlődését. A túlbiztosítás eredménye viszont könnyen az lehet, hogy az energiárak érdemben csökkennek, és tartósan alacsonyak maradnak. Ez a forgatókönyv mind a növekedési kilátások, mind a költségvetési folyamatok szempontjából az alappályánál lényegesen kedvezőbb helyzetbe hozza a döntéshozókat. Megjegyzendő azonban, hogy még ebben az esetben is 8 évre van szükség ahhoz, hogy az adósságráta elérje a koronavírus-járvány előtti mélypontot.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló.....	2
1. Bevezetés	8
2. Meghatározó hazai trendek	9
2.1 Makrogazdasági helyzetkép.....	9
2.1.1 Reálgazdaság.....	9
2.1.2 Infláció és monetáris politika	14
2.1.3 Hitelezés.....	18
2.1.4 A gazdaság ciklikus helyzete.....	20
2.1.5 Külső sérülékenység.....	21
2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság.....	22
2.2.1 Költségvetési hiány	22
2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői	25
3. Meghatározó nemzetközi trendek	28
4. Középtávú előrejelzésünk alappályája.....	33
4.1 Külső feltevések	33
4.2 A hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás	35
4.3 Költségvetési folyamatok	44
5. Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra	53
5.1 Energiaválság és recesszió Európában, növekvő reálkamatok	53
5.1.1 Külső feltevések	54
5.1.2 A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás.....	54
5.2 Tartósan alacsonyabb növekedés a deglobalizáció és a növekvő katonai kiadások miatt.....	57
5.2.1 Külső feltevések	58
5.2.2 A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás.....	58
5.3 Technológiai gyorsulás, alacsony energiaárak	61
5.3.1 Külső feltevések	62
5.3.2 A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás.....	62
6. Következtetések	66
7. Felhasznált irodalom	71
8. Függelék	72
8.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói.....	72
8.2 A modell bemutatása	72

Ábragyűjtemény

Ábra 1: Reál GDP növekedés – felhasználási oldal (év/év, százalék).....	9
Ábra 2: Reál GDP növekedés – termelés oldal (év/év, százalék).....	11
Ábra 3: Munkaerőpiaci mutatók (szezonálisan igazított adatok, százalék).....	13
Ábra 4: Nominális és reálbér alakulása a versenyszektorban (éves növekedés, százalék)	14
Ábra 5: Éves inflációs mutatók (százalék)	16
Ábra 6: A jegybanki alapkamat, illetve az egy hetes betéti kamat, a kamatfolyosó és a HUFONIA alakulása (százalék)	17
Ábra 7: Zérókupon hozamgörbe	18
Ábra 8: Vállalati és háztartási szektor hitelállományának éves változása (tranzakció alapú növekedés, százalék)	19
Ábra 9: A feldolgozó ipari kapacitáskihasználtság és az üres álláshelyek aránya	20
Ábra 10: Külső finanszírozási képesség (GDP százaléka, négy negyedéves kumulált adatok)	21
Ábra 11: A külső finanszírozás szerkezete (GDP százaléka, négy-negyedéves kumulált adatok)....	22
Ábra 12: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása	23
Ábra 13: 2021-es költségvetési egyenlegjavulás és gazdasági növekedés az EU országokban	24
Ábra 14: Az államadósság változásának dekompozíciója	25
Ábra 15: A dinamikus* komponens	26
Ábra 16: A maastrichti államadósság ráta és annak devizaaránya.....	27
Ábra 17: Az élelmiszerárak alakulása	28
Ábra 18: A Globális értéklánc súrlódás index (GSCPI) alakulása	29
Ábra 19: 10 éves hozamok 2022. szeptember 2-án és egy évvel korábban	31
Ábra 20: Az alappálya külső feltevései	34
Ábra 21: Az energiaár-sokk hozzávetőleges nagysága az európai országok esetében (Földgáz és áram ársokk nagysága a nettó import mennyiségeken)*	36
Ábra 22: A foglalkoztatási ráták változása az EU-ban az 55-64 éves korosztálynál	37
Ábra 23: A foglalkoztatottak száma és 2021 utáni projekciója a 15-64 éves korosztálynál	37
Ábra 24: Egy alkalmazottra jutó GDP (termelékenység) növekedés, 2011-21 időszak évesítve	38
Ábra 25: Európai olaj-, gáz- és áramárak MWh-ra átszámolva, euróban	41

Ábra 26: Az alappálya főbb makrováltozói.....	43
Ábra 27: GDP növekedésre vonatkozó előrejelzések összevetése (év/év, százalék).....	44
Ábra 28: Költségvetési hiánymutatók az alappálya mentén (GDP százalékában).....	48
Ábra 29: költségvetési mutatók az alappálya mentén.....	49
Ábra 30: költségvetési hiány előrejelzések összevetése (GDP arányában, százalék).....	50
Ábra 31: a GDP arányos államadósság változásának dekompozíciója (2021-től kumulált változások, százalékpont).....	51
Ábra 32: Az államadósságráta és a devizaarány.....	52
Ábra 33: Energiaválság és recesszió: külső feltevések.....	54
Ábra 34: Energiaválság és recesszió: főbb hazai makrogazdasági változók.....	55
Ábra 35: Energiaválság és recesszió: költségvetési mutatók.....	56
Ábra 36: Energiaválság és recesszió: államadósságpálya (2021-től kumulált GDP-arányos változás, százalékpont).....	57
Ábra 37: Tartósan alacsonyabb növekedés: külső feltevések.....	58
Ábra 38: Tartósan alacsonyabb növekedés: főbb hazai makrogazdasági változók.....	59
Ábra 39: Tartósan alacsonyabb növekedés: költségvetési mutatók.....	60
Ábra 40: Tartósan alacsonyabb növekedés: adósság mutatók (2021-től kumulált GDP-arányos változások, százalékpont).....	61
Ábra 41: Technológiai gyorsulás: külső feltevések.....	62
Ábra 42: Technológiai gyorsulás: főbb hazai makrogazdasági változók.....	63
Ábra 43: Technológiai gyorsulás: költségvetési mutatók.....	64
Ábra 44: Technológiai gyorsulás: adósság mutatók (2021-től kumulált GDP-arányos változások, százalékpont).....	65
Ábra 45: az alternatív pályák összehasonlítása: hazai makrováltozók.....	69
Ábra 46: az alternatív pályák összehasonlítása: költségvetési mutatók.....	70

1. Bevezetés

A gyorsan változó globális környezetet jól leírja az a tény, hogy az utóbbi egy évben mennyire megváltoztak a legjelentősebb témák. A koronavírus háttérbe szorult a fejlett országokban, azon szerencsés okokból, hogy az átoltottság magas és az új variánsok kevésbé veszélyesek (Kínában azonban a „zero covid” politika miatt továbbra is van gazdasági és társadalmi hatása a vírusnak). A negatív oldalon viszont elkezdődött az orosz-ukrán háború és részben ennek, részben a korábbi laza költségvetési és fiskális politikáknak és a még meglévő kínálati/szállítási súrlódásoknak köszönhetően az infláció évtizedek óta nem látott szintekre emelkedett a legtöbb fejlett országban, köztük Magyarországon is.

Az európai inflációs helyzetet tovább nehezíti az energia ár sokk: a pár évvel ezelőtti szintekhez képest mind a földgáz, mind pedig az áram ára kb. tízszeresére emelkedett. Ennek oka elsősorban az orosz szállítások nagyon alacsony szintje a földgáz esetében, a magas földgáz ár pedig továbbgyűrűzik az áram árakba. A rendkívül magas energiaárak és az inflációra válaszul szigorodó monetáris politika miatt az európai növekedési kilátások rövid távon nem túl biztatóak.

Ugyanakkor nem érdemes a rövid távú tendenciákat a közép és hosszú távokra is adottnak venni. Erős meggyőződésünk, hogy a jelenlegi európai energiaárak olyan magasak, hogy valamikor a következő pár évben egy jelentős csökkenést fogunk tapasztalni – „a magas ár legjobb ellenszere a magas ár”. A rövid távú alkalmazkodás fájdalmas lehet, de a magas árak felgyorsítják az infrastrukturális beruházásokat (például az LNG terminálok építését) a forrás diverzifikációt és a megújuló energiatermelés felfutását. Alapfeltevésünk szerint még rövid távon sem lesz fizikai energiahiány és emiatt termeléseszköcsökkenés. Az energiától függetlenül is magas (mag)inflációt sem gondoljuk tartós jelenségnek, és arra sem számítunk, hogy az alacsony reálkamatok korszaka véget ér. A rövid távon tapasztalható nehézségek ellenére tehát viszonylag optimisták vagyunk a hosszabb távot illetően, bár az első két alternatív forgatókönyvekben megvizsgáljuk annak a hatását, ha néhány ezek közül az optimista feltételezések közül nem bizonyul igaznak. Harmadik alternatív forgatókönyvünk viszont még egy alappályánknál is optimistább világgépet vázol fel.

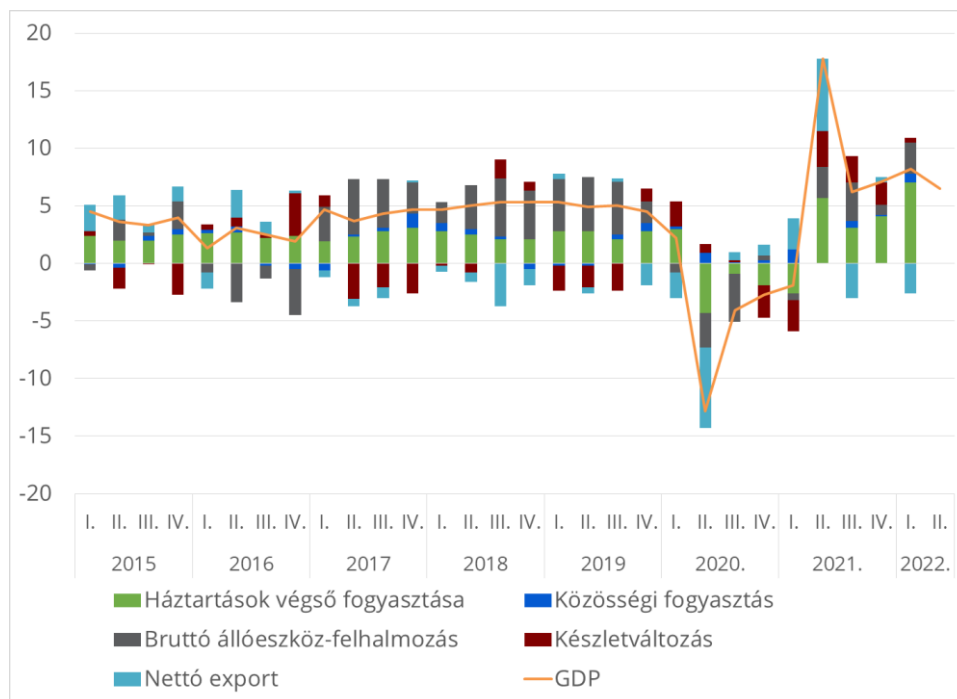
2. Meghatározó hazai trendek

2.1 Makrogazdasági helyzetkép

2.1.1 Reálgazdaság

A magyar gazdaság az idei év első negyedében a vártnál jobb teljesítményt ért el: 8,2 százalékkal növekedett az előző év első negyedéhez képest. Ezzel a növekedéssel hazánk uniós szinten is az élmezőnybe tartozik. A jó gazdasági teljesítményt főleg az egyszeri kormányzati támogatások fűtötték, amelyek még a második negyedét is pozitívan befolyásolták. Az első becslések szerint a második negyedévben 6,5 százalékos volt az éves gazdasági növekedés. Szezonálisan igazított adatok alapján mind az első, mind a második negyedévben növekedett a gazdaság az előző negyedévhez képest, habár a második negyedévben jóval mérsékeltebben. Várakozásunk szerint az idei év második felében komoly gazdasági lassulás érkezik a kormányzati támogatások kifizetése, a megkezdett fiskális konszolidáció, a beruházások visszafogása, a magas infláció (különösen a rekord magas gáz- és áramár) és az elhúzódó orosz-ukrán háború okozta bizonytalanság miatt. Ez a lassulás már megfigyelhető a magas frekvenciájú adatokban.

Ábra 1: Reál GDP növekedés – felhasználási oldal (év/év, százalék)



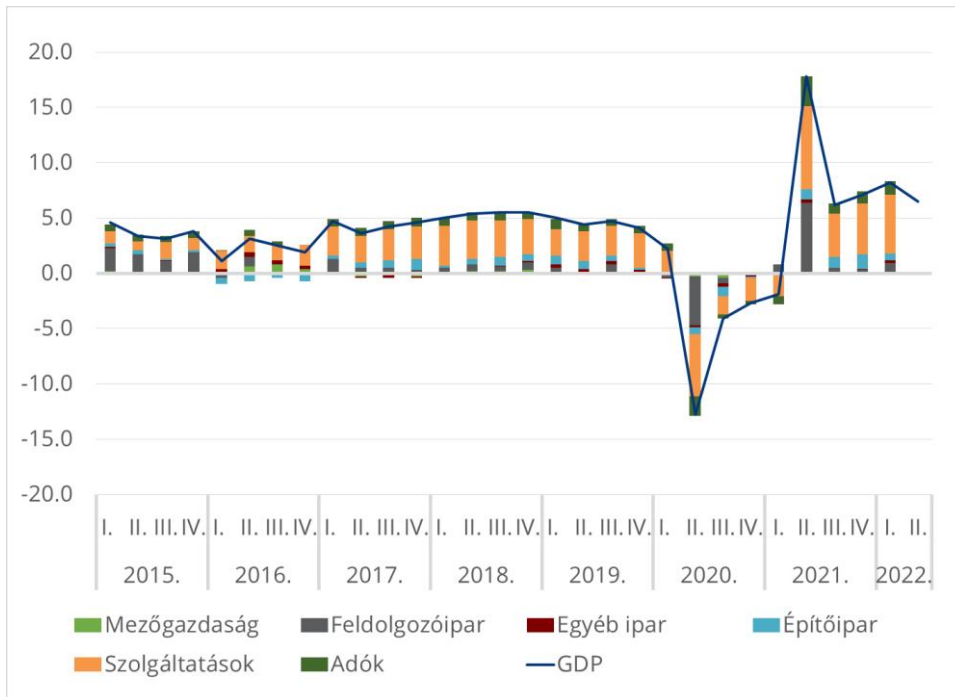
Forrás: KSH, OGR számítás

**A 2022. második negyedéves adat a KSH első becslése, amely a felhasználási tételek szerinti megoszlásról még nem ad információt.*

A felhasználási oldali GDP adatok (1. ábra) jól szemléltetik, hogy a meglepően jó első negyedéves gazdasági teljesítmény főleg a végső fogyasztás növekedésének köszönhető. A GDP ezen eleme kiemelkedő, az előző év első negyedévéhez képest 10,6 százalékos, az előző negyedévhez képest szezonálisan és naptári hatással kiigazított adatokon 3,5 százalékos növekedést mutat. A háztartások fogyasztási kiadásainak jelentős éves növekedése (14,1 százalékos) a januári minimálbéremelésnek és az általános bérnövekedésnek, valamint a magyar kormány keresletösztönző intézkedéscsomagjának az eredménye. A februárban kiadott extra juttatási csomag a családok adóvisszatérítését, a fegyveres testületeknek adott egyszeri támogatást és a 13. havi nyugdíjtámogatást tartalmazta, a csomag összege közel 2000 milliárd forint volt (amely a tavalyi GDP közel 3,5 százalékának felel meg). A háztartások fogyasztása mellett az első negyedévben 6,5 százalékkal növekedett a közösségi fogyasztás is, az eddig is magas állami beruházások mértéke a parlamenti választások előtt újabb lendületet kapott. A bruttó állóeszköz felhalmozás növekedése is pozitívan támogatta a gazdasági teljesítményt, a még kitartóan jó beruházási kedvnek és az alacsony bázisévnek köszönhetően. Ugyanakkor a negatív nettó export hátráltatta a gazdasági eredményt: jelentősen növekedett a hazai import mértéke, ami egyrészt a kiemelkedően magas hazai fogyasztás, másrészt a világpiaci árak emelkedése, cserearányunk romlásának a következménye. Az import növekedését nem tudta kompenzálni az export, amelynek növekedése a világpiaci súrlódások és a romló külpiaci kilátások miatt mérsékelt maradt.

Első becslések alapján a gazdasági növekedés tovább folytatódott a második negyedévben is. Várakozásunk szerint a növekedés felbontása nagyon hasonló lesz az első negyedévéhez, a gazdasági bővülés főleg a végső fogyasztás növekedésének tudható be. Részben a kormányzati támogatások elhúzó hatása, részben pedig az áremelkedések miatt előrehozott fogyasztás és beruházás tovább hajtotta a gazdasági teljesítményt. A nettó export mindeközben továbbra is negatívan járult hozzá a gazdasági teljesítményhez, külkereskedelmi adatok szerint a magyar cserearány, a világpiaci súrlódások és globális kereslet is mind tovább romlottak. Külön említést érdemel a földgáz és az elektromos áram piaci árának drasztikus emelkedése (mindkét esetben Magyarország jelentős nettó importőr).

Ábra 2: Reál GDP növekedés – termelés oldal (év/év, százalék)



Forrás: KSH, OGR számítás

*A 2022. második negyedéves adat a KSH első becslése, amely a felhasználási tételek szerinti megoszlásról még nem ad információt.

A termelési oldali GDP adatokból (2. ábra) kiderül, hogy az első negyedéves év/év bontású gazdasági növekedéshez a mezőgazdaságon kívül minden szektor pozitívan járult hozzá. A tavalyi első negyedévhez képest a szolgáltató szektor növekedése a legnagyobb (9,9 százalékos), ám ez a fogyasztás felpörgése mellett nagyrészt a bázishatásnak köszönhető, hiszen a szolgáltatásokat a tavalyi év első negyedévében a COVID járvány hullámai erősen sújtották. Ennek megfelelően a *szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás* alkategória több mint 80 százalékot növekedett a tavalyi első negyedévhez képest. A szolgáltatás mellett az építőipar is jelentős mértékű éves növekedést mutatott (18,3 százalék), ami az állami és a magánberuházások kiemelkedő mértékével magyarázható. Az ipari teljesítmény ugyanakkor mérsékeltnek bizonyult, a tavaly óta kialakuló globális keresleti lassulás és a kínálati súrlódások miatt 4,9 százalék volt. A mezőgazdaság mindeközben 3,9 százalékot csökkent a tavalyi év első negyedévéhez képest, ami előrevetíti a kedvezőtlen időjárási feltételek miatt romló idej mezőgazdasági kilátásokat. Az első GDP becslések szerint az első negyedéves trendek a második negyedévben folytatódtak: a mezőgazdaság hozzáadott értéke csökkent, míg a szolgáltatásoké és az iparé bővült.

A magas frakvenciájú adatok szerint a magyar gazdaság teljesítménye a harmadik negyedévtől romlani fog. Az üzleti és fogyasztói bizalmi indexek¹ májustól kezdve erőteljesen esnek. A fogyasztói várakozások a magas infláció és a szigorodó fiskális politika miatt passzivisták. Az üzleti bizalmi indexen belül is romlás figyelhető meg. A kereskedelmi index például csökkenő keresletet vár, ami összhangban van az adtokkal, hiszen a kiskereskedelmi forgalom lassul, és van olyan szegmens (például az élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyes üzletek), ahol a tavalyi évhez képest már csökkenő forgalom mutatkozik. Az építőipari várakozások is pesszimisták a csökkenő beruházások miatt: az építőipar havi változást mérő volumenindexe az elmúlt hónapokban leginkább csökkent. Az ipar bizalmi indexe is borús kilátásokat fest le, főleg a világpiaci problémák miatt. A mérsékelt ipari növekedési potenciált és a külpiaci problémákat a termelési adatok is alátámasztják: az második negyedévben az ipari teljesítmény főleg a még élénk belső kereslet miatt tudott növekedni.

Munkaerőpiac, foglalkoztatottság

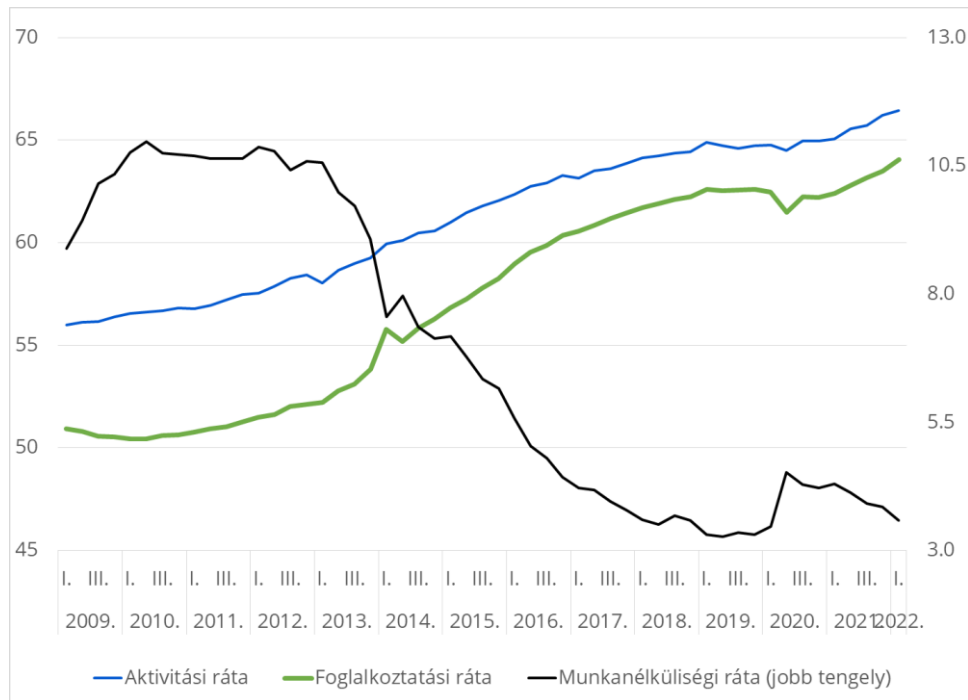
A rendelkezésre álló adatok szerint a romló gazdasági kilátásoknak még nem jelentkeztek munkaerőpiacra gyakorolt jelentős negatív hatásai (3. ábra). A foglalkoztatottak száma historikusan magas, az első negyedévben tovább tudott növekedni és elérte a 64 százalékot. Mindez az aktivitási ráta növekedése mellett történik, ami szintén rekordmagas szinten, 66,5 százalékon áll. Szükséges azonban megjegyezni, hogy számos tényező utal arra, hogy csak nagyon mérsékelt a további növekedési potenciál a foglalkoztatásban. A népesség csökken, a magyar társadalom pedig öregszik. Szintén árnyalja a pozitív hazai foglalkoztatási képet és növekedési potenciált a foglalkoztatás bővülésének területi dekompozíciója. A második negyedéves Munkaerő-felmérés² szerint ugyanis az elsődleges munkaerőpiacon dolgozók csupán 1,5 százalékkal növekedtek a tavalyi év második negyedévéhez képest, míg a külföldön dolgozó magyarok száma jóval nagyobb mértékben, 16 százalékkal növekedett. A ledolgozott munkaórák száma növekszik, csakúgy, mint a betöltetlen állások száma, vagyis a foglalkoztatási adatok feszes munkaerőpiaci helyzetet mutatnak. Ezen az állapoton az orosz-ukrán háború hatására hazánkba menekülő ukrán-magyar kettős állampolgárok, vagy a fiatalok 25 év alatti adómentessége csak részben tud enyhíteni.

¹ A GKI konjunktúraindexe május óta jelentősen romlik. Lásd <https://www.gki.hu/language/hu/2022/07/24/juliusban-lassulva-de-tovabb-csokkent-a-gki-konjunkturaindex/>

² Lásd <https://www.ksh.hu/gyorstajekoztatok/#/hu/document/fog2206>

A közfoglalkoztatottak száma az elmúlt negyedévekben is tovább csökkent, idén az első negyedévben már csupán 78 ezer embert foglalkoztattak ebben a státuszban. A közfoglalkoztatottakkal korrigált munkanélküliségi ráta rekordalacsony, 5,2 százalék volt.

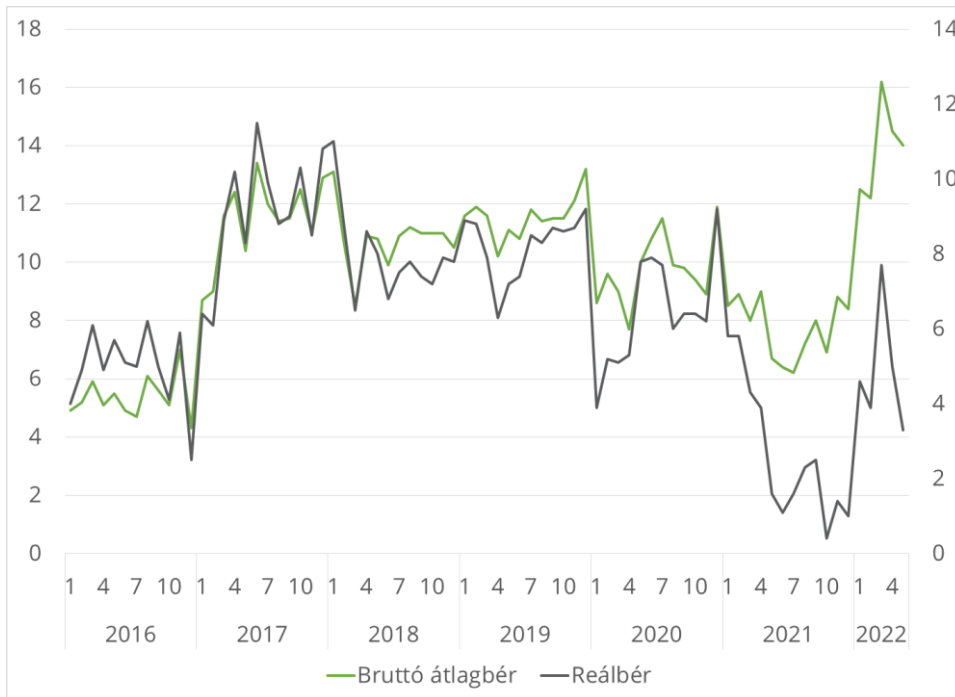
Ábra 3: Munkaerőpiaci mutatók (szezonálisan igazított adatok, százalék)



Forrás: KSH

A munkaerőpiaci feszességet a béradatok is alátámasztják (4. ábra). A versenypiaci bruttó átlagbérek gyorsuló ütemben növekednek a tavalyi év közepe óta, csupán az utolsó megfigyelt hónapban, májusban tapasztalható a lassulása. A feszes munkaerőpiac mellett a januárban 19,5 százalékkal megemelt minimálbér és a 18,5 százalékkal megemelt garantált bérminimum is jelentősen hozzájárult a bérnövekedéshez. Ugyanakkor a korábbi években nem látott mértékű infláció erodálja a bérnövekedést, a reálbérek növekedése májusban csupán 3,3 százalék volt. A júniusi és júliusi inflációs számok ismeretében a reálbérek – várakozásaink szerint – már alig növekednek, majd stagnálnak. Hasonlóan az MNB-hez, éves szinten a versenyszférában a bruttó reál átlagkeresetekben stagnálásra számítunk, így a reáljövedelem idei növekedése várakozásunk szerint a második félévben lassulni fog, éves szinten főleg az év elején kifizetett jövedelemtranszferek miatt maradhat csupán pozitív.

Ábra 4: Nominális és reálbér alakulása a versenyszektorban (éves növekedés, százalék)



Forrás: KSH

2.1.2 Infláció és monetáris politika

Júliusban az infláció 13,7 százalékra emelkedett, az elmúlt hónapok növekvő inflációs trendje tovább folytatódott (5. ábra). A gazdasági egyensúly és a lakossági életszínvonal szempontjából is aggasztónak mondható az áremelkedés, hiszen sem az MNB radikális kamatemelése, sem pedig a kormány unortodox hatósági árszabályozásai nem tudták megfékezni az inflációt, régiós szinten is élmézőnybe tartozik a hazai drágulás mértéke. A világgiazi kínálati problémák mellett belső szabályozásváltozások és a forintgyengülés is hajtja az árak emelkedését, miközben az inflációs várakozások is emelkednek. A jóval a jegybank inflációs célja felett alakuló áremelkedés az elkövetkező hónapokban várhatóan tovább fog folytatódni, főleg a kormányzati intézkedések és a globálisan magas energiaárak következtében.

Az infláció növekedésének jelentős része globális eredetű, és főleg a kínálati problémák vezérlik. A globális ellátási láncok akadozása, a félvezetőhiány, a szállítási költségek emelkedése önmagában is emelkedő nyersanyagárakat és termelői árakat okoztak, amit felerősített a fejlett országokban a koronavírus okozta válságra adott fiskális és monetáris lazítás. Erre az eleve inflációs környezetre erősített rá az orosz-ukrán háború kirobbanása. Ororszország termelési pozíciója és az általános geopolitikai feszültség miatt nyersanyag- és energiaárak tovább emelkedtek (főleg az európai piacokon), és azóta is magasan vannak, míg az élelmiszerek ára is drámaian emelkedett, főleg a két háborús ország gabona-, illetve műtrágyapiaci súlya miatt. A nyersanyagárak közül is kiemelkedőek az energiahordozók, azon belül is az európai földgáz, amelynek az ára nagyon

volatilis, de akár a tavalyi árak tízszerese is lehet. Ugyan az élelmiszerek globális árában bizonyos mértékű korrekció figyelhető meg az elmúlt hónapokban, illetve a globális ellátási láncok súrlódása is mérséklődni látszik, azonban a háború miatt a felfele mutató inflációs kockázatok nagyok, az európai energiaválság pedig akár tovább fokozódhat a téli hónapok közeledtével.

A globális inflációs hatások mellett a hazai árnövekedést tovább hajtotta az év elején megugró hazai lakossági kereslet és a gyengülő árfolyam. Rövidtávon az inflációt növelő kormányzati intézkedések tovább folytatódnak: a jövedéki-adó emelés (alkohol és dohánytermékek esetében), a népegészségügyi termékadó emelése, a várhatóan októbertől kivezetésre kerülő benzin- és élelmiszerárstop, az átalakított rezsicsökkentés nyomán emelkedő gáz- és áramár, a kivetetett „extraprofit-adó” és a megszüntetett KATA vállalkozási forma költségeinek fogyasztókra terhelése mind-mind emeli az inflációt és az inflációs várakozásokat.

Egyes termékkosarakat vizsgálva láthatjuk, hogy az infláció széleskörű. Az élelmiszerek termékcsoportjában (az MNB csoportosítása alapján) az éves infláció 29,3 százalékos, amelyhez a feldolgozott és feldolgozatlan termékek árainak emelkedése egyaránt hozzájárul. A globálisan magas élelmiszerárakat a hazai kedvezőtlen termés is tovább növeli, míg a júliusi inflációban már megjelenik a megnövelt népegészségügyi termékadó hatása is. Az alapvető élelmiszereken lévő árstop hatása mérsékelte, hiszen egyrészt kicsi a súlyuk a fogyasztói kosárban, másrészt elemzések szerint³ csak a minimális mennyiségben tartják a boltok a veszteséges termékeket, illetve a kieső árbevétel más termékek árának emelésén keresik meg.

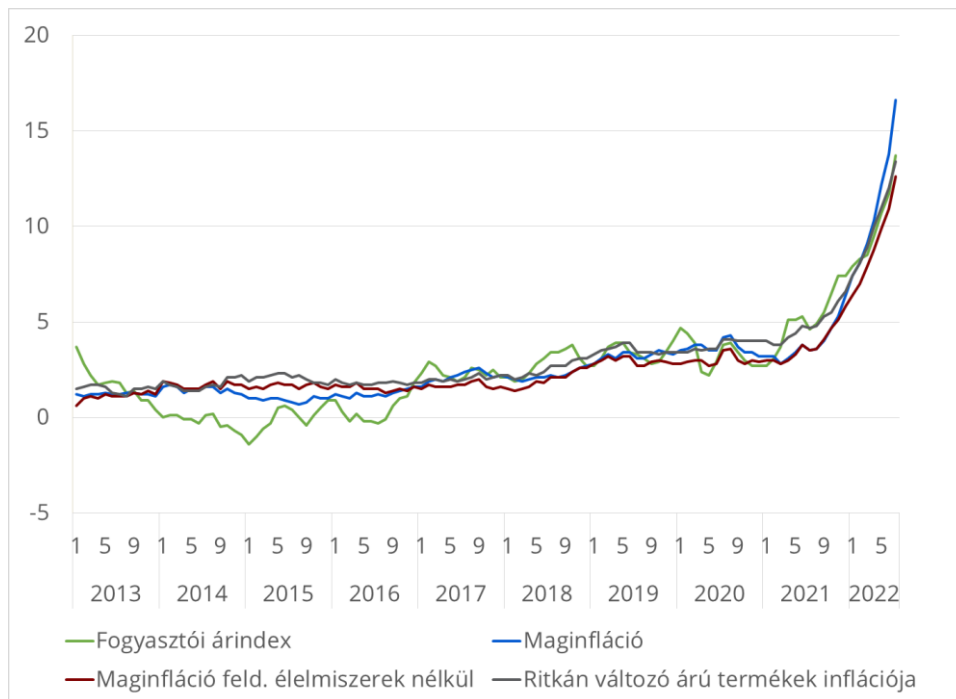
Az iparcikkek éves inflációja 14,5 százalékos volt júliusban, havi alapon kifejezetten nagy, 2,4 százalékos ugrás volt megfigyelhető az utolsó inflációs adatban. Ezt az árkategóriát főleg a nemzetközi kínálati problémák, az első félévben magas hazai kereslet hajtják felfelé, illetve a gyengülő árfolyam is közvetlenül befolyásolja, hiszen ezen termékek főleg importárak.

A piaci szolgáltatások éves inflációja „csupán” 10 százalékos volt júliusban, viszont az előző hónaphoz viszonyított áremelkedés ebben a kategóriában is nagy volt. Különösen az élelmiszerhez kapcsolódó szolgáltatások ára növekszik jelentősen.

Az alkohol és dohánytermékek éves inflációja 11,2 százalék volt, júliusban ezen termékcsoport inflációja jelentősen megugrott a jövedéki adó emelése miatt. A szabályozott termékek ára is nő, azonban nem járul hozzá nagymértéken a teljes inflációhoz.

³ A G7 gazdasági portál havi inflációs körképe. Lásd <https://g7.hu/adat/20220805/nincs-megall-meresunk-szerint-most-mar-34-szazalek-feletti-az-elelmiszer-inflacio/>

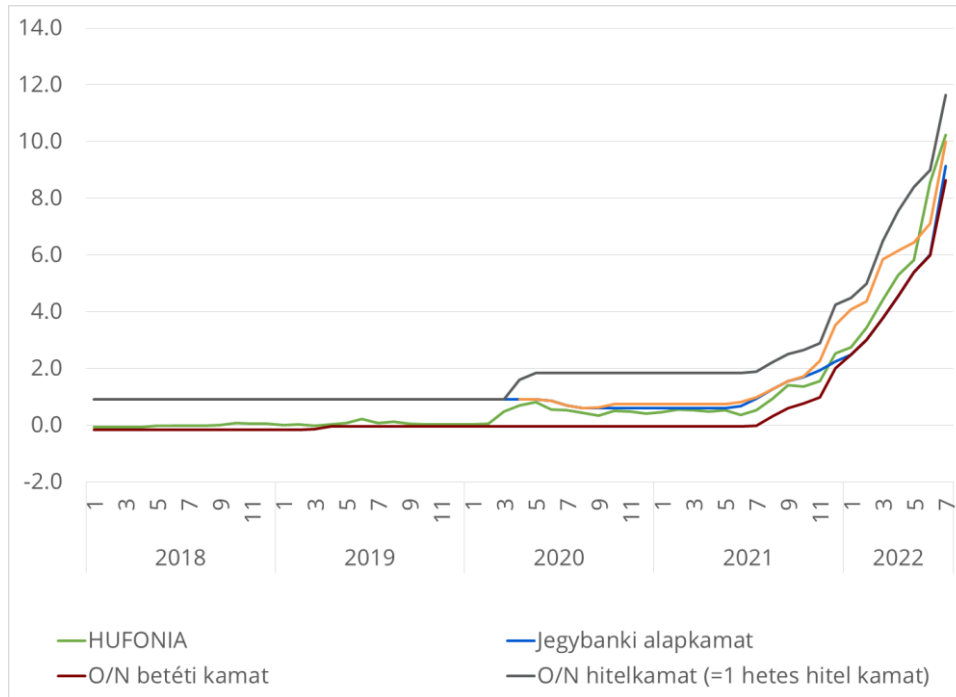
Ábra 5: Éves inflációs mutatók (százalék)



Forrás: KSH, MNB

A gazdaságban tapasztalt árnyomásról pontosabb és árnyaltabb képet adnak az úgynevezett inflációs alapmutatók, amelyek kiszűrik a különösen változékony árú termékeket (idényáras élelmiszereket, üzemanyagokat), illetve a hatósági döntések (adóváltozások, szabályozások) árakra gyakorolt hatását. Az alapmutatók nyugalmi időben, amikor nincsen széleskörű inflációs nyomás a fogyasztói árindexnél alacsonyabb dinamikát jeleznek. Azonban az elmúlt hónapok messze nem tekinthetők nyugalmi időszaknak, az éves maginfláció 16,6 százalék volt júliusban, vagyis meghaladta a teljes inflációt. Ez egyrészt jól mutatja, hogy az árnövekedés széles körű, az amúgy kevésbé volatilis termékeket is eléri. Emellett rávilágít arra is, hogy a kormányzati, főleg az energiapiacot érintő árkorlátozások (benzinár-stop és rezsicsökkentés) eddig visszafogták a teljes infláció jelentős részét. A rezsikorlátozás azonban augusztustól, a benzinárstop pedig várhatóan októbertől módosul és kivezetésre kerül, így az infláció további emelkedésére lehet számítani. Ezen felül a szolgáltatások és termékek árában is várható további átárazás a KATA kivezetése és a különadók bevezetése miatt. A széleskörű inflációs nyomással és a várt árnövelő intézkedésekkel összhangban az inflációs várakozások is emelkedtek, 12 százalék fölött állnak.

Ábra 6: A jegybanki alapkamat, illetve az egy hetes betéti kamat, a kamatfolyosó és a HUFONIA alakulása (százalék)

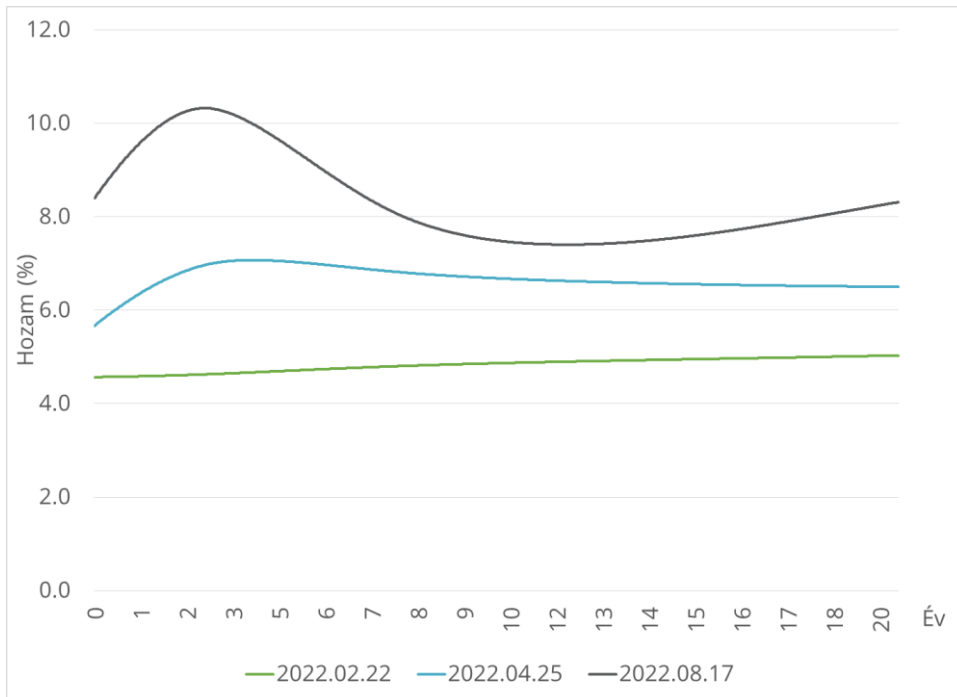


* *Megegyezik az 1 hetes hitel kamatlábjával*

Forrás: MNB

A növekvő infláció miatt az MNB folytatta a kamatemelési ciklusát, az alapkamatot 2022 augusztus közepéig 835 bázisponttal, 10,75 százalékra emelte (6. ábra). Kezdetben 100, illetve 50 bázispontos emeléseket hajtott végre a Monetáris Tanács. Azonban az infláció gyors emelkedése, valamint a forint drámai leértékelődése miatt a jegybank erőteljesebb emeléseket hajtott végre, június végén 185 bázisponttal, július közepén, az alapvetően nem kamatdöntő ülésen, rendkívüli módon 200 bázisponttal, majd július végén további 100 bázisponttal emelte az alapkamat mértékét. Az alapkamat emelésével az MNB elszakította az alapkamatot a kamatfolyosó aljától, az egynapos betéti kamattól, és a kiemelkedően fontos egyhetes jegybanki betéti kamat szintjére hozta. Ez az egyhetes betéti kamat, amely most 10,25 százalékon áll, a jegybank tavaly novemberi döntésének értelmében továbbra is eltérhet az alapkamat szintjétől, így teremtve lehetőséget alapkamat szigorításánál nagyobb effektív kamatemelésre. A kamatemelés mellett a jegybank júliustól megkezdte a rövidlejáratú devizalikviditást nyújtó swap tenderek alkalmazását egynapos futamidőn, amellyel valószínűsíthetően a gyorsan gyengülő árfolyam stabilizálása volt a cél. A jegybanki kommunikáció szerint a következő hónapokban további szigorítás következhet, amennyiben az inflációs kilátások érdemben nem javulnak.

Ábra 7: Zérókupon hozamgörbe



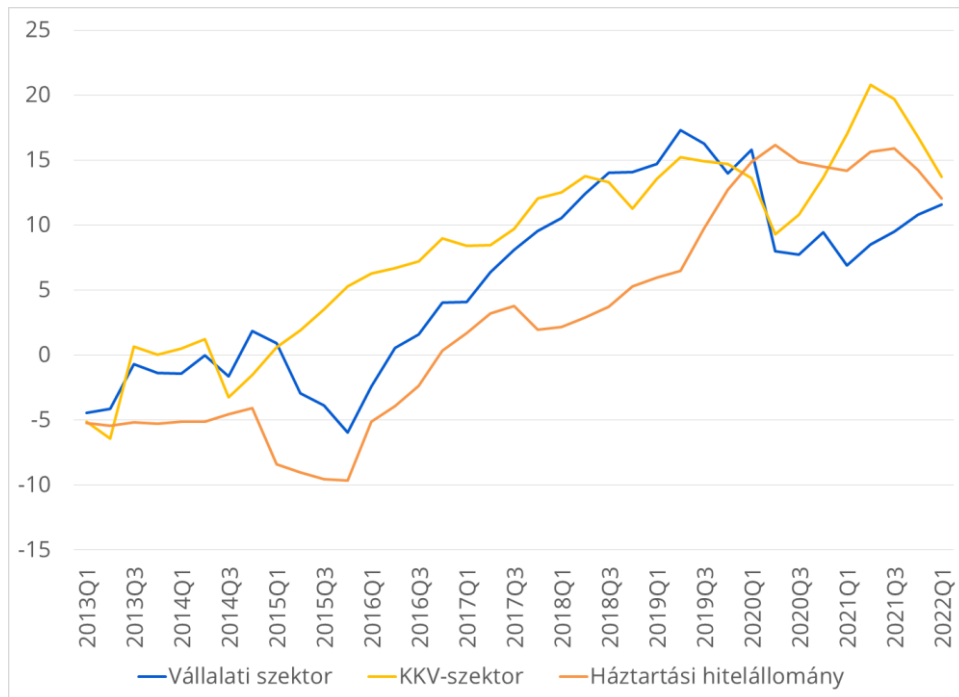
Forrás: Államadósság Kezelő Központ

A szigorodó hazai monetáris politika és a növekvő külföldi kamatok következtében a hozamgörbe szignifikánsan felfelé tolódott az elmúlt hónapokban. A háború kitörése óta a régiós kockázatok és a prémiumok is emelkedtek, amelyek tovább növelik a hozamgörbe rövid végét.

2.1.3 Hitelezés

Az idei év első negyedében a hitelállomány tovább növekedett, azonban a növekedés üteme ismét lassult. Az éves növekedés a kis- és középvállalatok (KKV) szegmensében 13,7 százalék, míg a háztartások körében 12,1, a vállalatok körében pedig 11,6 százalék volt (8. ábra).

Ábra 8: Vállalati és háztartási szektor hitelállományának éves változása (tranzakció alapú növekedés, százalék)



Forrás: MNB

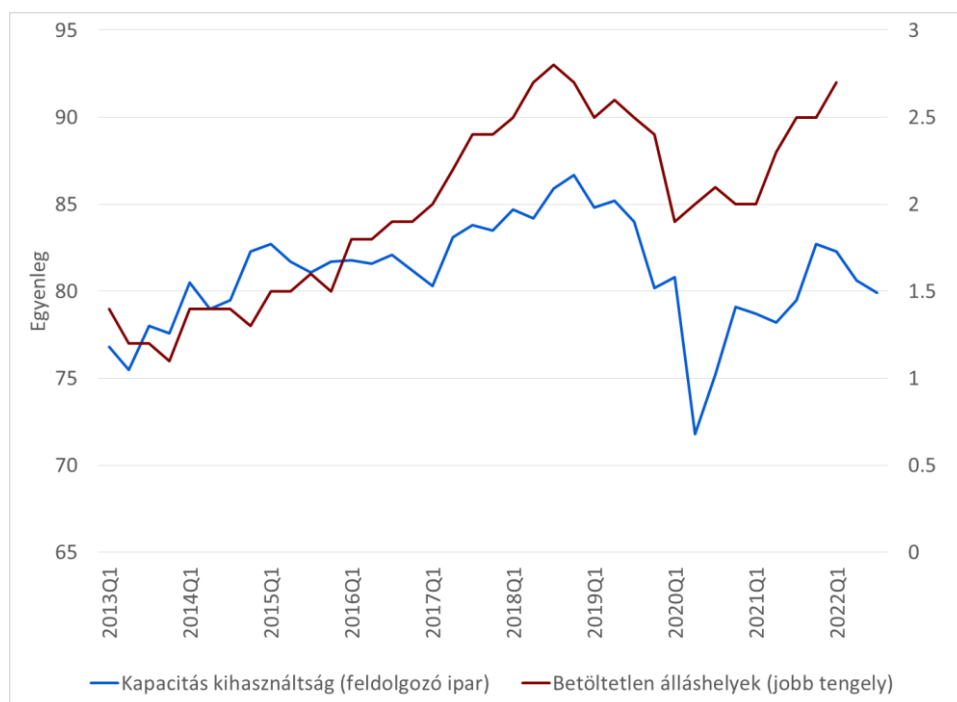
A nettó lakossági hitelállomány növekedését visszafogta a hitelmoratórium kivezetése és az ezáltal a magasabb törlesztések. A lakáshitelek állománya az első negyedévben továbbra is gyors mértékben emelkedett, amelynek a NHP Zöld Hitel programja volt a fő mozgatórugója. A lakossági hitelezésben előrehozott hitelkereslet is hajtja a növekedést, hiszen az emelkedő inflációs várakozások és a hirtelen emelkedő kamatkörnyezet a lakosságot gyors hitelfelvételre ösztönzi. Ennek eredménye, hogy az MNB hitelezési felmérése szerint a második negyedéves lakossági hitelállomány még mindig bővült. Azonban az év második részében a hitelállomány jelentős lassulása várható, ahogy a bankok a második félévtől érdemben szigorítást terveznek a magasabb kamatkörnyezet és a kockázatok miatt, és komoly visszaesésre számítanak a hitelkeresletben. A magasabb kamatok miatt a jövedelemarányos törlesztőrészek is emelkednek, ami szintén korlátozó tényező a lakosság esetében. Nem csupán a lakossági, de a vállalati szektorban is csökkenő hitelkereslet várható. Ezt a várakozást az MNB augusztusi Hitelezési felmérése⁴ is alátámasztja.

⁴ Lásd <https://www.mnb.hu/penzugyi-stabilitas/publikaciok-tanulmanyok/hitelezesi-felmeres/hitelezesi-felmeres-2022-augusztus>

2.1.4 A gazdaság ciklikus helyzete

Elemzésünk szerint a tavalyi COVID-19 válságból való gyors kilábalás jelentős része nem a potenciális GDP korrekciójának, hanem a ciklikus, keresletoldali elemeknek volt köszönhető, például a fiskális expanzióknak és az elmaradt lakossági költségeik beépítésének. Az idei év első felév fejleményei (a jelentős fiskális keresletösztönző csomag, az állami költségek és a romló inflációs kilátások miatt előrehozott lakossági fogyasztás) a gazdaság túlfőtöttségét tovább növelték, miközben az orosz-ukrán háború és a globális kínálati problémák a potenciális GDP növekedését érdemben gátolták. A potenciális GDP felett teljesítő gazdaság képét a feszes foglalkoztatási és béradatok is alátámasztják, míg a kapacitáskihasználtsági mutató év eleji csökkenése véleményünk szerint ebben az esetben a termelésoldali nehézségeket tükrözi (9. ábra). Az év további részében viszont a fiskális szigorítás és növekvő infláció miatt a kereslet komoly visszaesésére számítunk, tehát a kibocsátási rés zárulni fog.

Ábra 9: A feldolgozó ipari kapacitáskihasználtság és az üres álláshelyek aránya



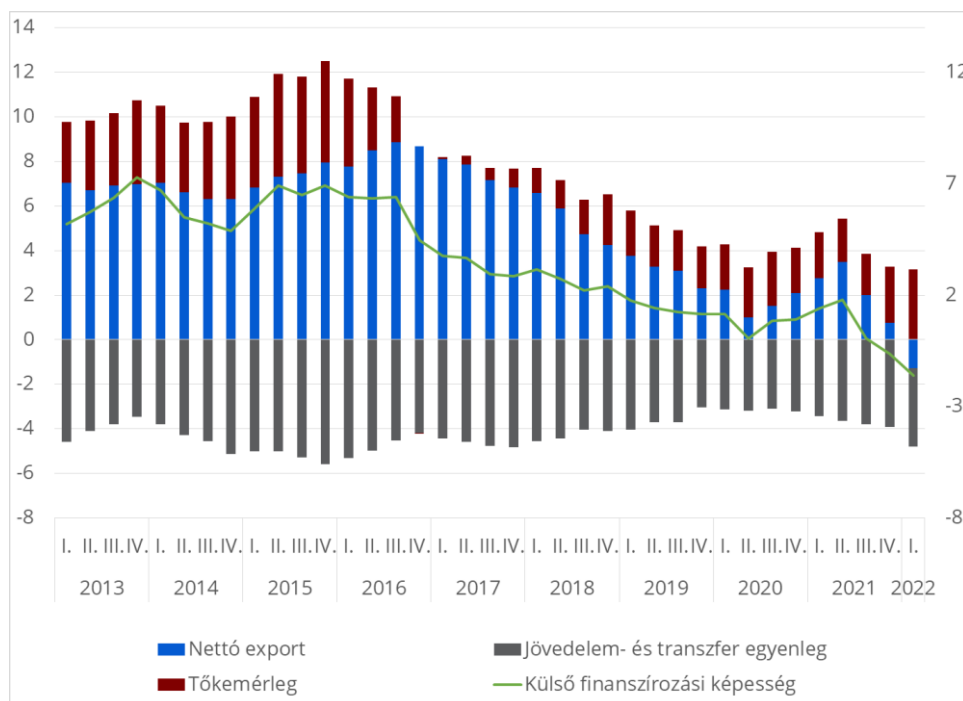
Forrás: Eurostat

A kibocsátás korlátozó tényezői és az első féléves keresletbővülés miatt tehát becslésünk szerint 2022-ben a gazdaság kis mértékben, körülbelül 1,5 százalékkal a potenciális szintje felett teljesít, ami fél százalékpontos emelkedést jelent a 2021-es becsült értékhez képest.

2.1.5. Külső sérülékenység

Magyarország külső egyensúlyi pozíciója az elmúlt negyedévekben jelentősen romlik, az idei év első negyedében a kumulált külső finanszírozási hiányunk a GDP 1,6 százaléka volt (10.ábra). A romlást főleg a külkereskedelmi egyenleg negatívba fordulása okozza. A romló nettó export az erős belső kereslet miatt növekvő importigényre, a romló cserearányra, a külső kereslet lassulására, illetve a fennálló kínálati problémákra vezethető vissza. A romló külső gazdasági helyzetben a külföldi, többnyire exportra termelő vállalatok jövedelme visszaesett, így a negatív elsődleges jövedelemegyenleg és a teljes jövedelemegyenleg javult. A tőkémérleg, amely szinte kizárólag az európai uniós transzfereket tartalmazza stabilan erős maradt, még úgy is, hogy a transzferek egy része nem érkezik meg az unióval folytatott kormányzati viták miatt.

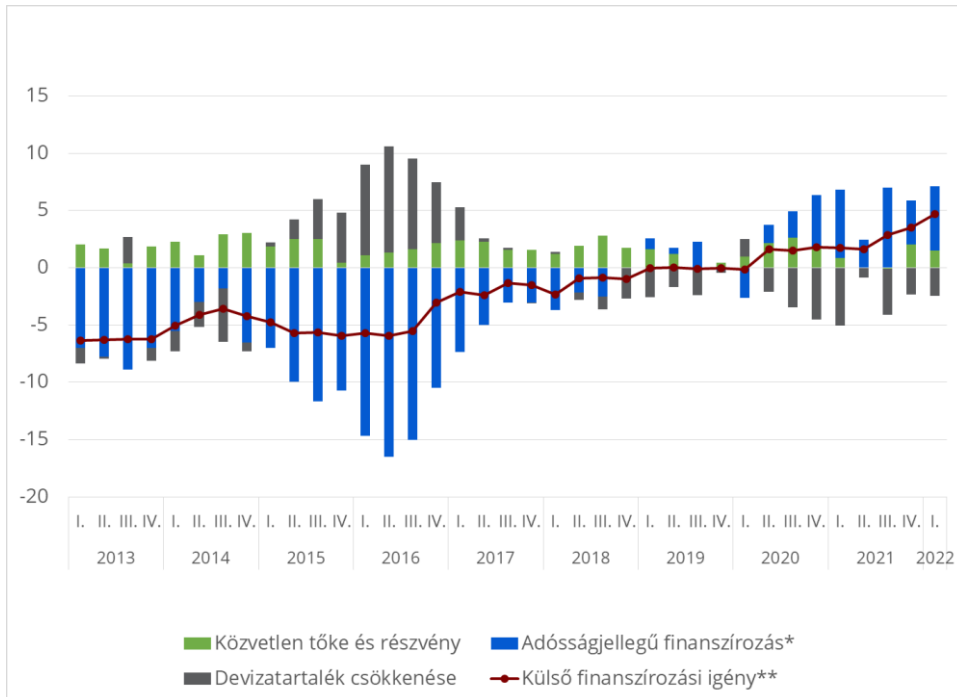
Ábra 10: Külső finanszírozási képesség (GDP százaléka, négy negyedéves kumulált adatok)



Forrás: MNB, KSH

Az első negyedévre számított kumulált működőtőke-beáramlás pozitív volt, de nem bizonyult kimagaslónak, míg a devizaeszközök növekedtek, azonban ez a növekedés csupán a tavalyi harmadik negyedévben a Nemzetközi Valutaalaptól kapott források miatt pozitív. A devizatartalékaink mind a tavalyi utolsó, mind az idei első negyedévben csökkentek. Az adósságtípusú finanszírozás, hasonlóan a tavalyi évhez, az első negyedévben is jelentős maradt, az előző négy negyedéves kumulált külső adósságbővülés elérte a GDP 5,6 százalékát. A külső finanszírozási folyamatokkal összhangban az elmúlt időszakban a bruttó külső adósságunk növekedett, az első negyedévben megközelítette a GDP 61 százalékát, és a nettó külső adósságunk is emelkedett.

Ábra 11: A külső finanszírozás szerkezete (GDP százaléká, négy-negyedéves kumulált adatok)



Forrás: MNB, KSH, OGResearch számítás

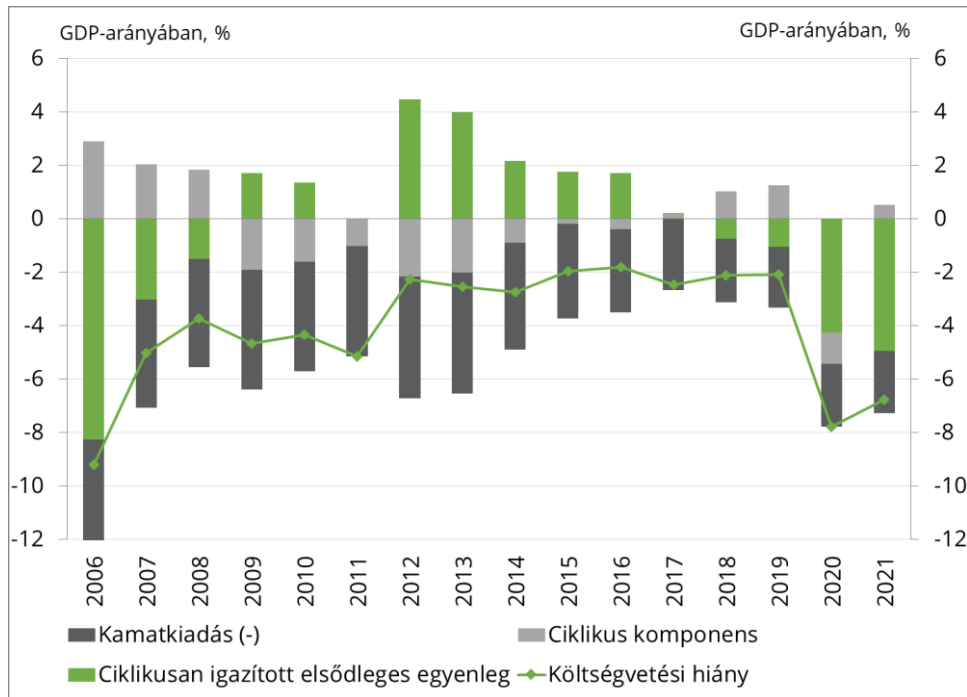
*Megjegyzés: *A közvetlen tőke alá tartozó tulajdonosi hitelek nélkül, ** A pénzügyi mérleg oldaláról számított külső finanszírozási képesség.*

2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság

2.2.1 Költségvetési hiány

A költségvetés eredményszemléletű (ESA) hiánya a 2022 március végi EDP adatközlés szerint a GDP 6,8 százalékát tette ki 2021-ben, ami 0,7 százalékponttal alacsonyabb a költségvetési törvényben megfogalmazott 7,5 százalékos hiánycélnál és 1 százalékpontos csökkenést jelent a megelőző évi hiányhoz képest. A következő felülvizsgálat csak szeptember végére várható.

Ábra 12: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása



Forrás: KSH, OGR becslés

A hiány mérséklődéséhez 2021-ben becslésünk szerint a GDP mintegy 0,5 százalékkal járultak hozzá a javuló gazdasági aktivitás miatt emelkedő adóbevételek, illetve kiadási megtakarítások (jellemzően alacsonyabb munkanélküli juttatások). Eközben a kormányzati intézkedések nettó értelemben a GDP 0,7 százalékkal növelték a hiányt, miközben a kamatkiadások a GDP arányában változatlan szinten, 2,3 százalékon maradtak.

A bevétel oldali intézkedések közül a családi adóvisszatérítés a GDP több mint 1 százalékkal növelte a költségvetési hiányt.⁵ További, a GDP 0,25 százalékanak megfelelő bevételkiesést jelentett a helyi iparüzési adókedvezmény bevezetése, ami 2022-ben is fennmarad. Emellett a kormány további adó- és járulékteher könnyítéseket nyújtott a válság által sújtott vállalkozások számára, illetve tovább csökkent a KIVA adókulcsa is.

Emellett a kormány 2021-ben összesen a GDP közel 1 százalékát fordította lakásépítést, felújítást és lakásvásárlást célzó támogatásokra és ezzel kapcsolatos adókedvezményekre. A nyugdíjcélú kiadásokat a GDP 0,5 százalékkal növelte a 13. havi nyugdíj egy heti összegének, illetve a nyugdíjprémiumnak a kifizetése. A kiadásokat emelte az egészségügyi dolgozók bérrendezése

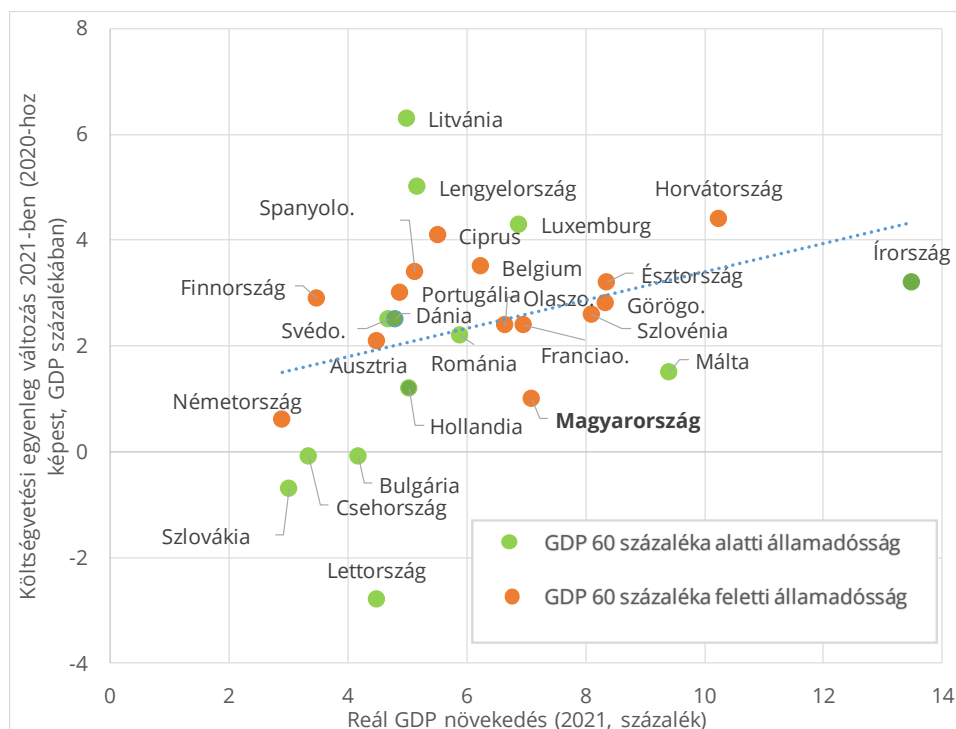
⁵ A 677 milliárd forintnyi adóvisszatérítés kifizetése 2022-ben első negyedévében történt meg, ugyanakkor eredményszemléletben a 2021-es évet érinti, és ennek megfelelően az ESA-hiányban is 2021-re vontakozóan kerül elszámolásra.

GDP 0,5 százaléka), illetve számos állami tulajdonban lévő vállalatban, egyebek közt az MVM Zrt.-ben végrehajtott tőkeemelés.

A költségvetési hiány mérséklését támogatta ugyanakkor a beruházási kiadások jelentős mértékű, a GDP 0,6 százalékát kitevő csökkentése, egyes járványügyi és gazdaságvédelmi intézkedések kivezetése, illetve egyes kiadási tételeknek a nominális GDP növekedésétől elmaradó ütemű bővülése.

Összességében a költségvetési politika 2021-ben is a gazdasági kilábalás támogatására fókuszált. Magyarország a gazdasági teljesítmény javulásából eredő költségvetési többletbevétel jelentős részét új növekedéstámogatói intézkedések finanszírozására fordította. Így az európai gazdaságokkal összehasonlítva a kormány a gazdasági környezet nyújtotta lehetőségeinél kevésbé javította a költségvetési hiányt. Különösen igaz ez, ha az ország eladósodottságát is figyelembe vesszük. A 60 százalék feletti GDP-arányos államadóssággal bíró országok 2021-ben a növekedési teljesítményüktől függetlenül is jellemzően nagyobb mértékű költségvetési kiigazítást hajtottak végre (12. ábra).

Ábra 13: 2021-es költségvetési egyenlegjavulás és gazdasági növekedés az EU országokban



Forrás: Eurostat, OGR számítás

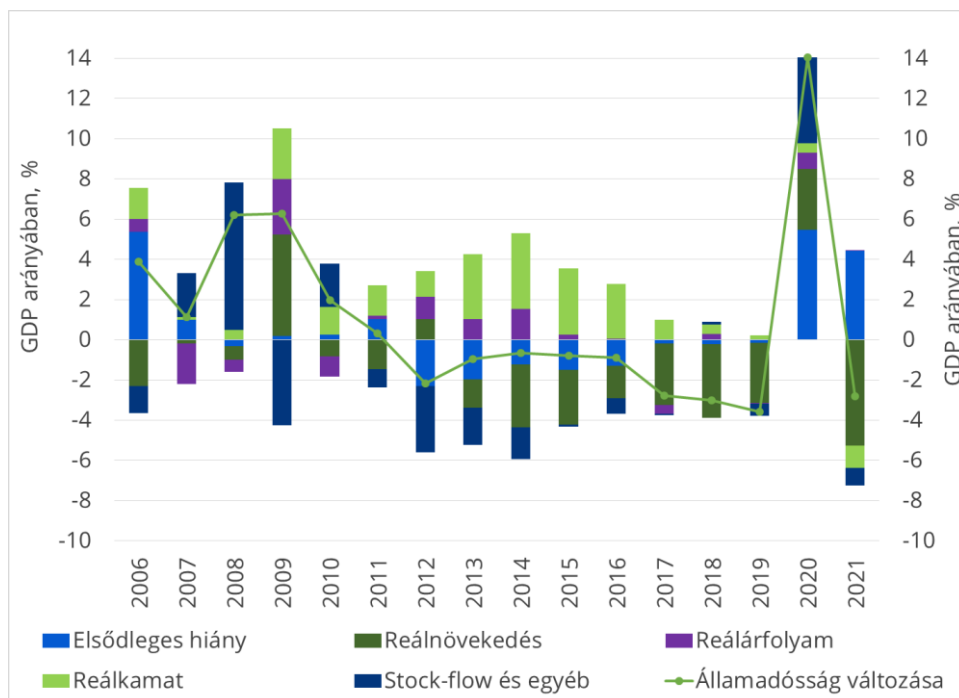
Az eredményszemléletű *hiány* 2021-ben is számottevően meghaladta a maastrichti kritériumokban megfogalmazott 3 százalékos küszöbértéket. Eközben a gazdasági ciklus hatásától megtisztított, úgynevezett strukturális hiány becslésünk szerint a GDP 7,3 százalékára emelkedett és így tovább távolodott a Stabilitási és Növekedési Paktumban (Stability and Growth Pact, SGP) a 2020-2022 időszakra Magyarország számára kijelölt 1 százalékos középtávú céltól. Ugyanakkor a

rendkívüli válságra való tekintettel az Európai Unió 2020 tavaszán felfüggesztette az uniós fiskális szabályokat, illetve a hazai költségvetési szabályrendszert rögzítő Stabilitási törvény módosításával lehetővé vált a 3 százalékos hiánykorlát túllépése is. A jelenlegi információk szerint 2024 lesz az első olyan év, amikor az uniós szabályok ismét életbe lépnek, és a költségvetési hiánynak 3 százalék alá kell csökkennie, illetve a strukturális egyenlegnek közelednie kell a középtávú célhoz, azonban a megugró energiaárak és a várhatóan erősen romló uniós gazdasági teljesítmény könnyen további halasztást jelenthet.

2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői

A 2020-as, a COVID-19 válság miatti jelentős megugrás után 2021-ben csökkenésnek indult az államadósság ráta. A bruttó államadósság GDP-arányos értéke a GDP 2,8 százalékaival 76,8 százalékra mérséklődött. Az adósság mérséklődéséhez – a COVID-19 válságot megelőző évekhez hasonlóan – a gazdasági növekedés járult hozzá a legnagyobb mértékben. Az adósságcsökkenést emellett támogatta, hogy az emelkedő inflációval párhuzamosan csökkent az adósság reálkamat terhe. További adósságcsökkenést eredményezett, hogy a kormány 2021 decemberéhez képest a GDP 1,9 százalékaival csökkentette a COVID válság időszakában jelentősen megnövelt finanszírozási tartalékait. A költségvetés elsődleges egyenlege eközben a GDP 4,4 százalékaival emelte az adósságrátát (12. ábra).

Ábra 14: Az államadósság változásának dekompozíciója

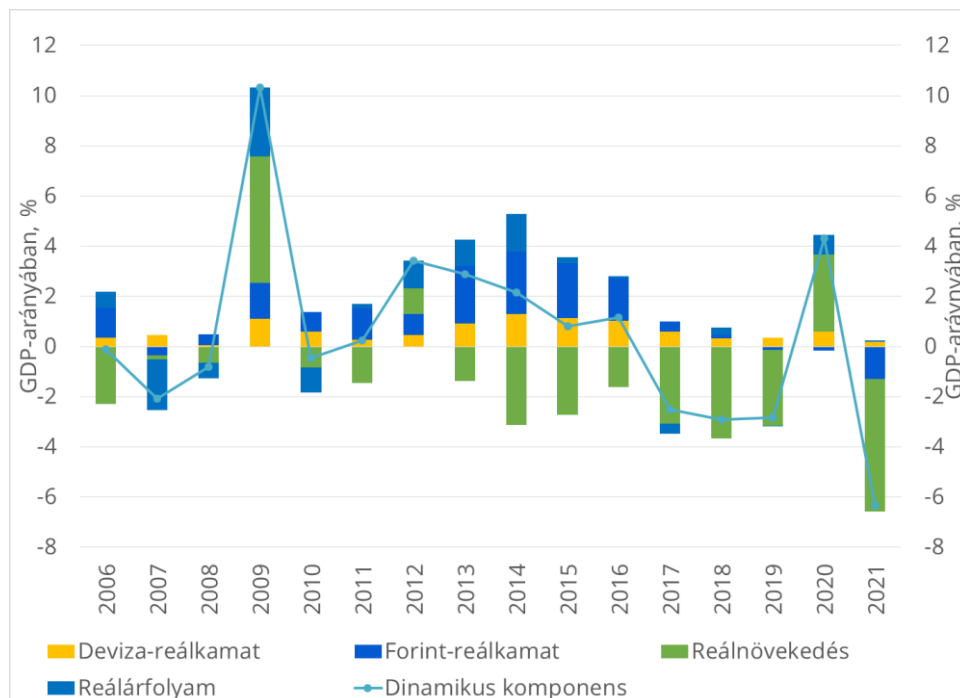


Forrás: KSH, OGRResearch számítás

Megjegyzés: A dekompozíció során az implicit forint-reálkamatot és a reálárfolyam változást a GDP-deflátor alapján számítottuk

A dinamikus komponens, azaz a múltban felhalmozott adósságon keresztül ható tényezők soha nem látott mértékben segítették az adósságráta csökkenését, ami elsősorban a magas induló adósságszintnek⁶ és a gyors reálgazdasági növekedésnek köszönhető. Emellett az alacsony hozamkörnyezet és az infláció emelkedése is jelentős mértékben növelte a dinamikus komponens adósságráta-csökkentő hatását. Az adósság fokozatos átárzódása⁷ következtében ugyanis a fennálló adósságra fizetett deviza- és forintkamatok csak jelentős késéssel követik a piaci hozamok emelkedését. Így mind a deviza, mind a forint reálkamat kiadások jelentős mértékben csökkentek. Ez azonban jelentős részben átmeneti „megtakarítást” jelent, hiszen a tartósan magasabb hozamkörnyezetben az egyes adósságelemek lejáratával és újrakibocsátásával az adósság a jövőben átárzódik (13. ábra).

Ábra 15: A dinamikus* komponens



Forrás: KSH, OGRsearch számítás

*A dinamikus komponens azt mutatja meg, hogy a makrogazdasági tényezők (a reálkamat, a reálárfolyam és a reálnövekedés) a múltban felhalmozott adósságon keresztül milyen hatást gyakorolnak az adósságdinamikára.

⁶ Minél magasabb az induló adósságszint, annál nagyobb az egységnyi reál GDP növekedés, a reálárfolyam változás, illetve reálkamat hatása az adósságrátára.

⁷ Az államadósság átlagos hátralévő futamideje 2021-ben 6 évre emelkedett.

2022 első felében az államadósság emelkedett, az adósságráta – elsősorban a magas első félévi deficit és a forint gyengülése miatt – a 2021 év végi 76.7% ról 77,5% ra emelkedett 2022 első félév végére, miközben az adósság devizaaránya is kismértékben magasabb a tavalyi év végi értékénél.

Ábra 16: A maastrichti államadósság ráta és annak devizaaránya

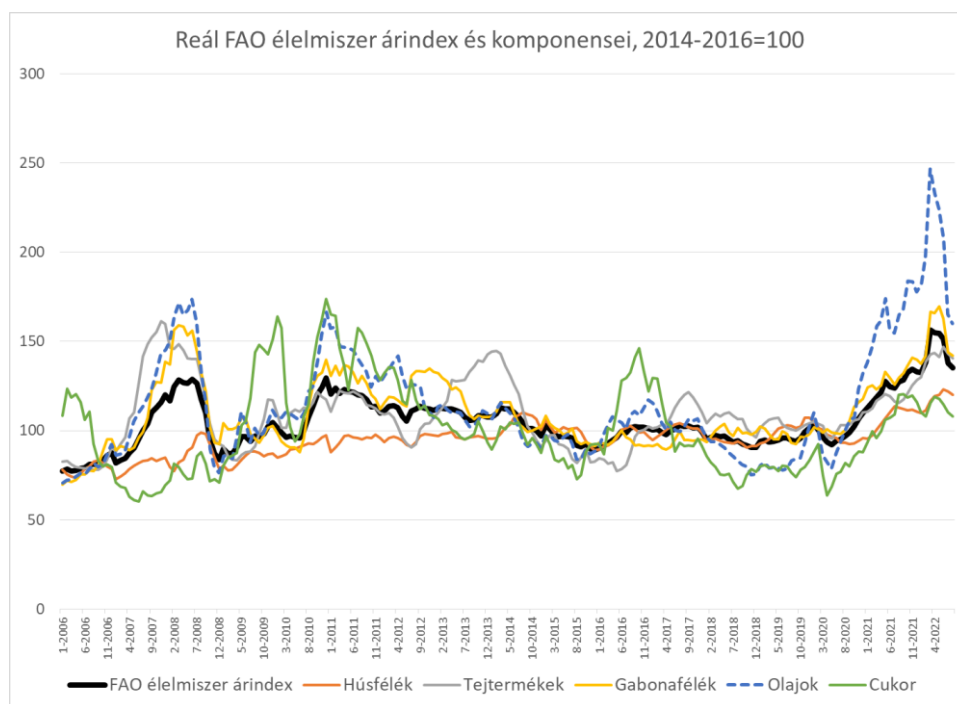


Forrás: ÁKK, OGR számítás

3. Meghatározó nemzetközi trendek

2022-ben a koronavírus okozta problémák az OECD országokban jelentősen csökkentek, az egyre átfogóbb átoltottság és a kevésbé veszélyes variánsok miatt. Ugyanakkor a fejlett országok nagy részében az infláció makacsabbnak bizonyult a korábban vártnál, és emiatt, valamint az erre adott monetáris politikai reakciók miatt a növekedési kilátások fokozatosan romlottak az év során. Az IMF júliusi kiadványában a világ éves várható növekedését 3,2 százalékra vágta vissza 2022-re (ez 0,4 százalékponttal alacsonyabb, mint az áprilisi előrejelzés) a 2021-es robusztus 6,1 százalékos globális növekedés után. A saját előrejelzésünkben 2,8 százalékos globális növekedéssel számolunk. Továbbra is magas szinten állnak a globális élelmiszerár-indexek az utóbbi hónapok csökkenése után is, a 100 dollár/hordó körüli olajár szintén magasabb az utóbbi években megszokottnál. Az európai gáz- és áramárak még a globálisan magas nyersanyag-árakhoz képest is kiugróak, lásd erről bővebben keretes írásunkat.

Ábra 17: Az élelmiszerárak alakulása



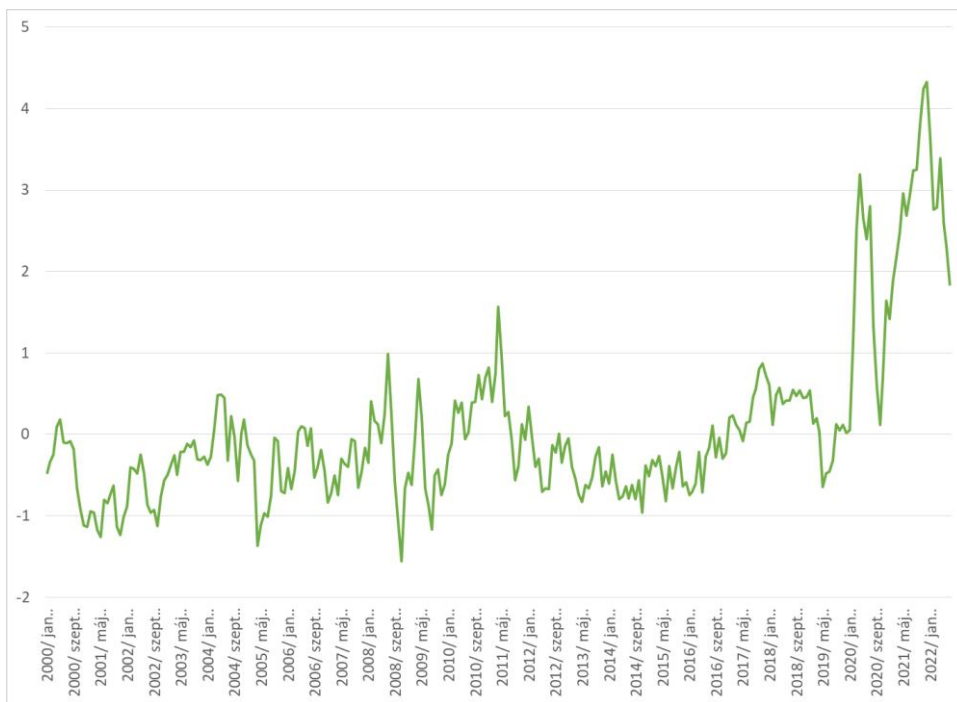
Forrás: FAO

Az orosz-ukrán háború globális hatásai valamelyest enyhültek az ukrán élelmiszerexport megindulásával, az Oroszországot sújtó exportszankciók némi enyhítésével és a szankciók megkerülésével. A háború kimenetele és a felek gazdasági lépései azonban továbbra is bizonytalanok, ami a befektetők kockázati étvágát továbbra is nyomás alatt tarthatja legalábbis bizonyos területeken, és az utóbbi hónapokban erősödni látszik az USA-Kína konfliktus esélye is, ami ugyanilyen irányba hat.

Mivel az USA inflációja – a többi fejlett országhoz képest inkább – hazai forrású, és mivel így itt erősebb is volt a monetáris szigorítás, a magasabb dollár kamatok és hozamok a dollár erősödését eredményezték a legtöbb devizával szemben. Az erős dollár tipikusan gondot szokott okozni a feltörekvő országoknak a nemzetközi finanszírozás elapadásán, a gyengülő helyi devizákon és a magasabb kamatköltségeken keresztül, amit számos országban a magas importköltségek is fokoznak. A gyengülő euró miatt az euróövezetben is szigorúbb lesz a monetáris politika, mint egyébként lett volna, ami szintén visszafogja a növekedést.

A koronavírus az OECD országokban lekerült a napirendről, Kínában viszont továbbra is él a „zéró covid” politika, amely a gyakorlatban milliós nagyságrendű populációk karanténba helyezését jelenti, így jócskán elnyújtja a globális kínálat problémáit. A Globális Értéklánc Súrlódási Index enyhülő nyomást mutat, de historikusan még mindig nagyon magas szinteken mozog. A kínálati súrlódások szintén hozzájárulnak a globális inflációs nyomáshoz és a gyenge befektetői bizalomhoz.

Ábra 18: A Globális értéklánc súrlódás index (GSCPI) alakulása



Forrás: Federal Reserve Bank of New York

Az Egyesült Államok gazdasági teljesítménye 2022 első két negyedében vegyes képet mutatott: mindkét negyedében csökkent a GDP, részben átmeneti tényezők (például készletváltozások) miatt, de a magasabb kamatszint is feltehetően elkezdett hatni az árucikkek és a beruházási javak keresletére, a magas infláció és az emelkedő üzemanyagárak pedig a fogyasztói hangulatra. Ennek ellenére a munkaerő piac nagyon feszes, a munkanélküliség 50 éves mélyponton van (3,5 százalék), a foglalkoztatás gyorsan bővül, a nominális bérnövekedés gyors (bár a magas infláció miatt a reálbérek csökkennek). A Fed (Federal Reserve, az Egyesült Államok monetáris döntéshozó szerve)

a növekvő inflációs kockázatokra reagálva 2021 novemberétől megkezdte a monetáris kondíciók szigorítását, először az eszközvásárlási programjának fokozatos kivezetésével, 2022 márciusában pedig elindította kamatemelési ciklusát. Az Fed jelzése alapján arra számítunk, hogy a kamatok legalább 2023 közepéig 3 százalék felett maradnak a várható gyenge növekedés ellenére, hogy az inflációs dinamika megtörjön. Ugyanakkor a diákhitelek részleges eltörlése és a nemrég elfogadott fiskális csomag rövid távon valamelyest tovább emelhetik az inflációs nyomást.

Az eurózána GDP-jének bővülése 2 százalék felett volt évesített szinten az idei első és második negyedévben is, azonban az év második felében erőteljes lassulást várunk. Az infláció tavaly ősz óta egyre jobban gyorsult. Az augusztusban már 9,1 százalékot elérő inflációs ráta csökkenti a háztartások reáljövedelmét, a magas energiaárak emelik a termelési költségeket, és a gazdaság egyre több szegmensében éreztetik hatásukat.

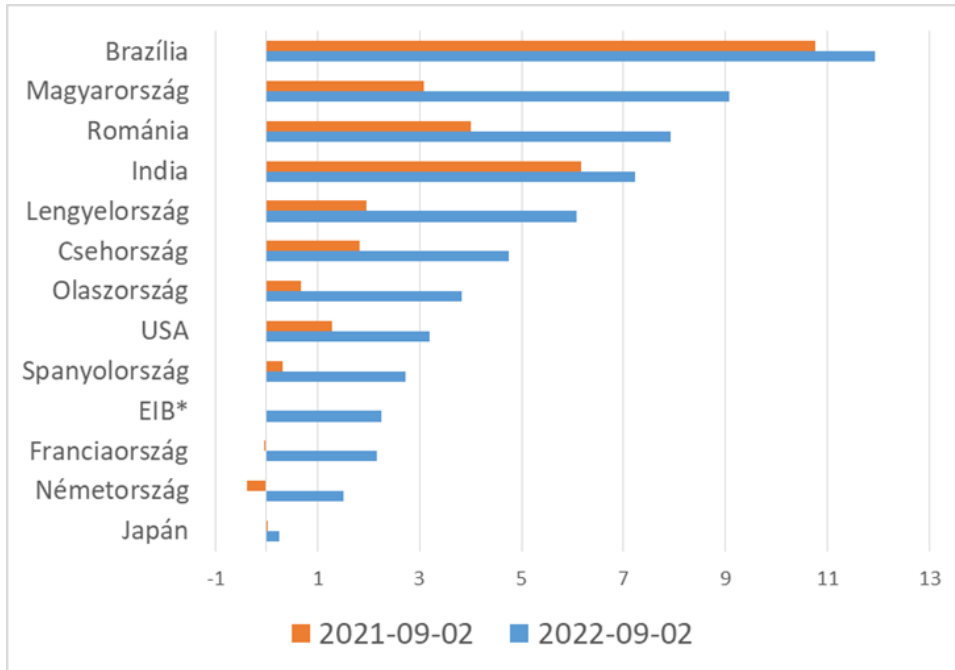
A lassuló növekedés ellenére az Európai Központi Bank 2022 márciusában lezárta a vészhelyzeti eszközvásárlási programját (Pandemic emergency purchase programme, PEPP), emellett a márciusban az eszközvásárlási program (Asset purchase programmes, APP) eredetileg tervezett üteménél gyorsabb kivezetését jelentette be, és júliusban már nem vásárolt eszközöket ezen programon keresztül. Júliusban pedig az EKB a kamatemelést is megkezdte (50 bázispontos lépéssel), és a nettó eszközvásárlásokat is leállította. A Public Sector Purchase Programme (PSPP) keretében viszont néhány ország számára tovább folytatódik az államkötvények vásárlása, míg más országok esetében nettó eladásokat folytat az EKB (Németország, Hollandia, Franciaország). Ezek egyenlege eddig kis mértékű nettó államkötvény eladás, vagyis pénzügyi szigorítás.

Az euróövezetet sújtja az alacsony orosz gázszállítások nyomán kialakult extrém magas gázár (kb. 700 dolláros hordónkénti olajárnak megfelelő árszint augusztus végén), és részben ennek hatására az áramárak is rendkívül magasak. Mind az olaj, mind pedig az áram esetében a korábbi átlagárak 10-15-szeresét kell most az európai cégeknek megfizetniük (a lakosság esetében a kormányok számos országban korlátozták az áremelkedés mértékét). Ez az európai energiaintenzív iparágak nemzetközi versenyképességét rendkívül hátrányosan érinti, kihat az európai növekedésre és az inflációra is. Rövid távon nem valószínűsítjük az energiaárak normalizálódását Európában, de az alappályában nem számítunk fizikai hiányokra (az első alternatív scenáriónkban vizsgáljuk az energiasokkból következő esetleges komolyabb és továbbgyűrűző európai visszaesés következményeit).

Kína gazdasági növekedését negatívan érintették a folytatódó covid-lezárások, a szárazság és a lakáspiac problémái. 2022 második negyedévében a növekedés csak 0,4 százalék volt az előző év azonos időszakához képest, és az év egészére is csak 3 százalék körüli növekedést várunk, ami Kína esetében rendkívül alacsonynak tekinthető. Az infláció a világ többi nagy régiójához képest alacsony, 2,7 százalék volt júliusban. Mindez lehetővé teszi a kínai jegybank számára a monetáris lazítást, és a gyenge árfolyam fenntartását. Az alacsony kínai belső kereslet mérséklően hat a

globális inflációs nyomásra és az energia árakra is rövid távon, bár ezt a hatást a lezárások és a szállítási láncok okozta súrlódások részben ellensúlyozzák.

Ábra 19: 10 éves hozamok 2022. szeptember 2-án és egy évvel korábban



Forrás: Refinitiv

A globális inflációs nyomás nem csak a hozamgörbék rövid végét érintette, hanem a hosszabb lejáratokat is. Ez a változás a piac által kockázatosabbnak ítélt országokban nagyobb hozamemelkedést eredményezett. Egyelőre nem tűnik úgy, hogy véget ért az alacsony reálkamatok korszaka az alacsony kockázatú országok számára. A magasabb infláció ellenére a nominális hozamok nem emelkedtek ezekben az országokban a 2010-es évekre jellemző szintek fölé, ami visszafogott hosszú távú inflációs várakozásokra és továbbra is alacsony reálhozam szintekre utal. A magasabb kockázatú országok számára azonban legalábbis rövid távon a finanszírozási költségek érdemben emelkednek.

A kínálat-keresleti súrlódások 2022 második negyedévéből kezdődően valamelyest enyhültek, de történelmi összevetésben továbbra is jelentősek. A Globális értéklánc súrlódás index (Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI)⁸ a koronavírus előtti maximum értékeket továbbra is jócskán meghaladja (16. ábra). A további csökkenést fékezhetik az utóbbi hetek újabb lezárásai Kínában.

⁸ A GSCPI mutató olyan indikátorokból épül fel, amelyek képesek megragadni a globális értékláncon lévő nyomást belső és nemzetközi szempontok szerint is. Ezek közé tartoznak a szállítási költség indexek, továbbá a beszerzési menedzser indexek bizonyos alindexei (pl. szállítási idő, készletek stb.). Forrás: Federal Reserve Bank of New York.

Az orosz-ukrán háború okozta globális problémák is valamelyest enyhültek az ukrán gabonaexport megindulásával, de a helyzet még távol van a teljes normalizálódástól, és bizonytalan, hogy meddig folytatódhatnak a gabona szállítások. A FAO globális élelmiszerárindexe csökkenést mutat, de szintén nagyon magas szintekről, az augusztusi index még mindig valamivel a 2021-es év maximuma felett van, és 2021 augusztusához képest csaknem 8 százalékkal magasabban.

4. Középtávú előrejelzésünk alappályája

Ebben a fejezetben bemutatjuk a középtávú, 2032-ig tartó előrejelzésünk alappályáját. A később bemutatásra kerülő alternatív forgatókönyvekben azt elemezzük, hogy a nemzetközi környezettel kapcsolatos eltérő feltevések milyen hatást gyakorolnak a makrogazdasági és fiskális változókra az alappályához képest.

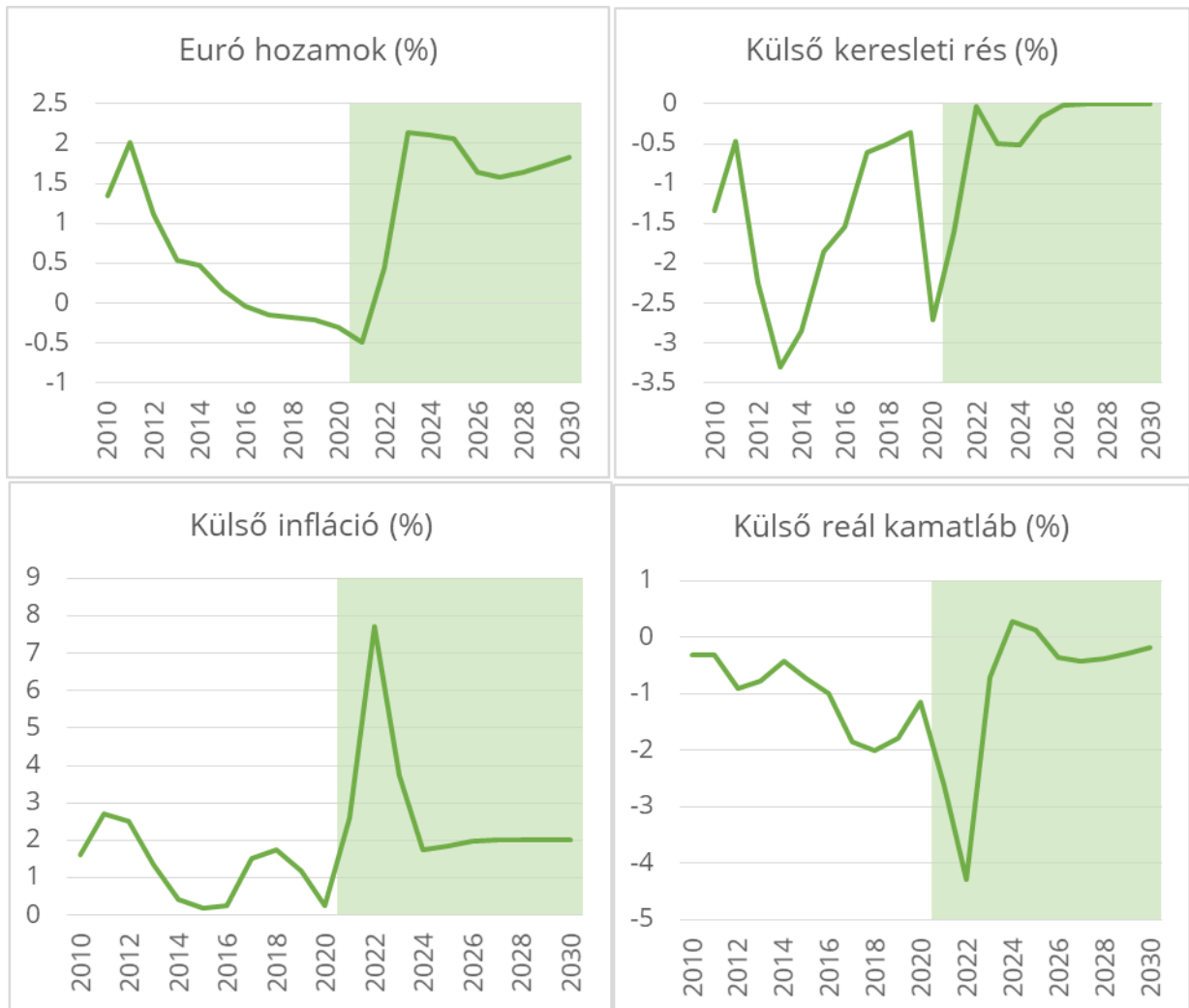
4.1 Külső feltevések

Továbbra is viszonylag alacsony növekedést várunk az eurozónában, elsősorban a magas energiaárak, valamint az orosz-ukrán háború miatt. A háború és az Oroszországgal szembeni szankciók rontják a beruházási kedvet, a kirívóan magas energiaárak hátráltatják a termelést, így az ellátási-lánc problémákkal együtt az idei évre három százalék körüli növekedést várunk a régióban, azonban az év második felét és 2023 elejét még ennél is gyengébb teljesítmény fogja jellemezni. 2023 egészére 1 százalék alatti növekedést várunk. Az előrejelzési horizontunkon az euró-zóna gazdasági növekedését továbbra is lassítják az évek óta jelenlévő strukturális problémák is – hosszabb távon is csak valamivel 1 százalék feletti növekedést várunk.

Jelenleg a magas európai gáz- (és a többek között ennek hatására magas áram-) árak azért alakultak ki, mert Oroszország csak a szokásos gázmennyiség töredékét szállítja az EU-ba (vagy akár teljesen le is állítja a szállításokat bizonyos irányokba). Rövid távon ezen mennyiségek helyettesítése csak részben és nagyon magas áron lehetséges, többek között a máshová már leszerződött cseppfolyós földgáz szállítmányok EU-ba vonzásával. Az EU és a tagországok is gáz- és áramtakarékosági programokat próbálnak megvalósítani, azonban bizonytalan, hogy ezekkel sikerül-e elkerülni a fogyasztás kényszerű korlátozását a következő tél során. A magas árak azonban mindenképpen korlátozzák az ipari termelést és felhasználást, mert energiaintenzív termékek esetében könnyen előfordulhat, hogy nem kifizetődő a termelés szintentartása a költséges energia miatt.

A koronavírus járványból való kilábalás után a negatív kibocsátási rés (becslésünk szerint) 2022 során bezárult, azonban a gázár-sokk miatt arra számítunk, hogy újra kinyílik, a GDP mintegy fél százalékáig 2023 átlagában, és viszonylag tartósan negatív marad. Természetesen ez nagyban függ a gázárak alakulásától, amely jelenleg nagyon volatilis és nehezen jósolható. Hosszabb távon véleményünk szerint nagyon valószínűtlen, hogy reálértéken a jelenlegi gáz- (és áram-) árszint tartósan fennmaradjon Európában. Ugyanakkor az árak normalizálódása akár több évig is eltarthat.

Ábra 20: Az alappálya külső feltevései



Forrás: OGRResearch

Megjegyzés: A modellben a külső feltevések az euró övezetre vonatkoznak.

A magas élelmiszerárak és az európai energiaválság alaposan átrajzolja az inflációs környezetet: az elmúlt évek tartósan alacsony értékei után az eurózóna inflációja idén eléri a 8,2 százalékot. Az infláció kevésbé széleskörű (részben a lassabb keresleti fellendülés miatt), a magyar inflációhoz képest nagyobb mértékben hajtják a változó nyersanyagárak. A maginfláció értékét így csak 3,6 százalékra várjuk az idénre az eurozónában. A vártnál jóval magasabb teljes infláció és a dollárral szembeni növekvő kamatkülönbség azonban az EKB-t is lépéskényszerbe hozta, az Európai Központi Bank elkezdte a kamatemelési ciklusát idén júliusban, és ugyanekkor az eszközvásárlási programját is befejezte. Véleményünk szerint azonban a kamatemelés a viszonylag alacsony maginfláció és a negatívvá váló kibocsátási rés miatt nem lesz olyan mértékű, mint az USA-ban. Szeptemberre viszont a piacok egyre inkább egy 75 bázispontos emelést kezdenek beárzni.

A globális gazdaság gyors tavalyi fellendülése, illetve az orosz-ukrán konfliktus miatt az olajár drasztikusan emelkedett, hiszen a kínálati oldalon az olajtermelő országok (OPEC+) csak lassan

engednek a járvány elején bevezetett termelési kvótákból és akár még a termelés csökkentése is terítékre került az utóbbi hetekben. A historikusan magas olajárak ugyan elkezdtek csökkenni a termelés lassú növekedése és a kereslet mérséklődése miatt, viszont a teljes előrejelzési horizonton a korábbi előrejelzésünk felett alakulnak.

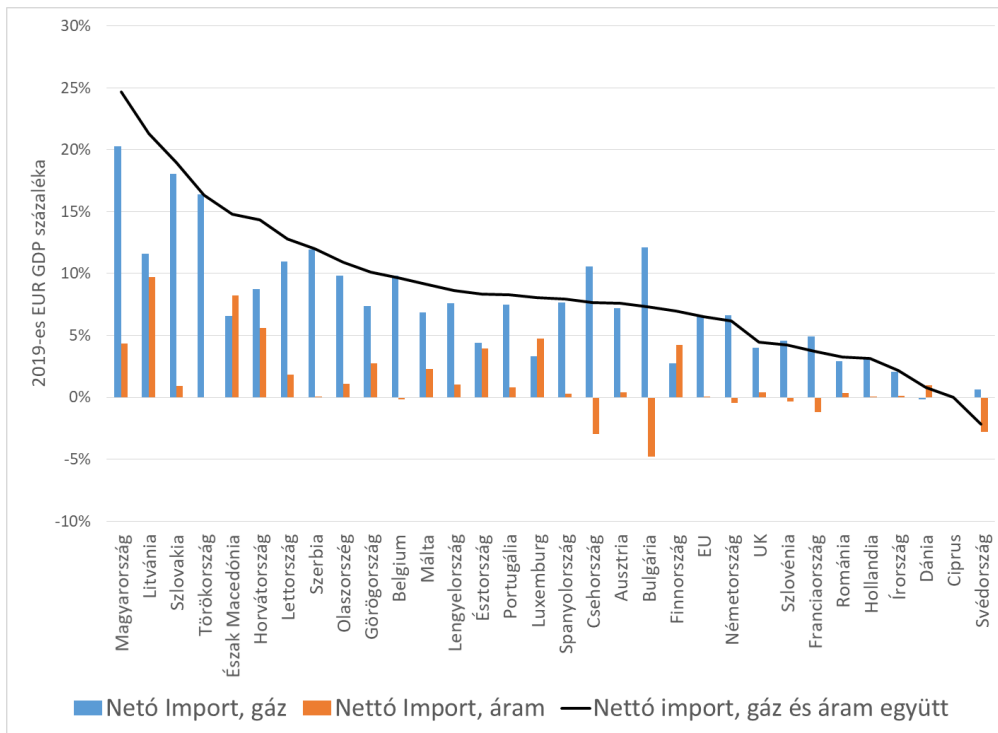
4.2 A hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

A magyar gazdaság 2022-es éve két markánsan eltérő részre osztható. Az év első fele még egy gyors növekedéssel jellemezhető időszak, amikor tovább nyílt és erősen pozitív volt a kibocsátási rés, míg az év második felére drasztikusan lassul a növekedés és záródik a kibocsátási rés. A két rész eredője az év egészében még mindig egy viszonylag gyors növekedés (4.5 százalék), amely azonban 2023-ra 2 százalékra lassul. A GKI konjunktúra indexe már a második negyedévben csökkenésnek indult, a fogyasztói bizalmi index pedig augusztusra elérte a koronavírus mélypontjára jellemző szintet. A kibocsátási rés a 2022-es átlagosan 1,7 százalékos pozitív értékről 2023 átlagára várakozásunk szerint csaknem teljesen bezárul.

A drasztikus irányváltás mozgatórugói a választások utáni fiskális intézkedések, a magas energiaárak és a meglóduló infláció (valamint az erre válaszul szigorodó monetáris politika és a lakossági energiaár-támogatások átalakítása), az európai konjunktúra romlása és az EU támogatások körüli bizonytalanság. A gyenge és volatilis forintárfolyam szintén növeli az általános bizonytalanságot, azonban az export irányultságú termelés esetén valamelyest ellensúlyozza a termelési költségek növekedését.

Az energia- (elsősorban a gáz-) árak okozta sokk nagyságát nehéz lenne túlbecsülni (a költségvetési kockázatokról lásd az alábbi keretes írást). Magyarország az egyik leginkább kitett ország az EU-ban mind a lakossági, mind pedig az egyéb felhasználás terén. A rövid távú alkalmazkodás nyilvánvalóan visszaveti a termelést. A 2019-es átlagos európai piaci árakhoz képest (a covid előtti „utolsó békeév”) az írás pillanatában érvényes gázárak a GDP kb. 20 százalékának megfelelő többletkiadást jelentenének a magyar gazdaság számára, amihez még hozzájön a nettó áramimport miatt a GDP mintegy 4 százaléka. A tényleges beszerzési árak ettől eltérhetnek, és mennyiségi alkalmazkodás is biztosan lesz, de ezek a számok szemléltetik a potenciális sokk nagyságrendjét, ha a jelenlegi árak fennmaradnak. Hangsúlyozzuk, hogy ez a sokk valamikor a jövőben nagyon nagy eséllyel visszafordul, rövid távon azonban igen jelentős hatással lehet a magyarországi és európai kibocsátásra.

Ábra 21: Az energiaár-sokk hozzávetőleges nagysága az európai országok esetében (Földgáz és áram ársook nagysága a nettó import mennyiségeken)*



Forrás: Eurostat, OGREsearch kalkulációk

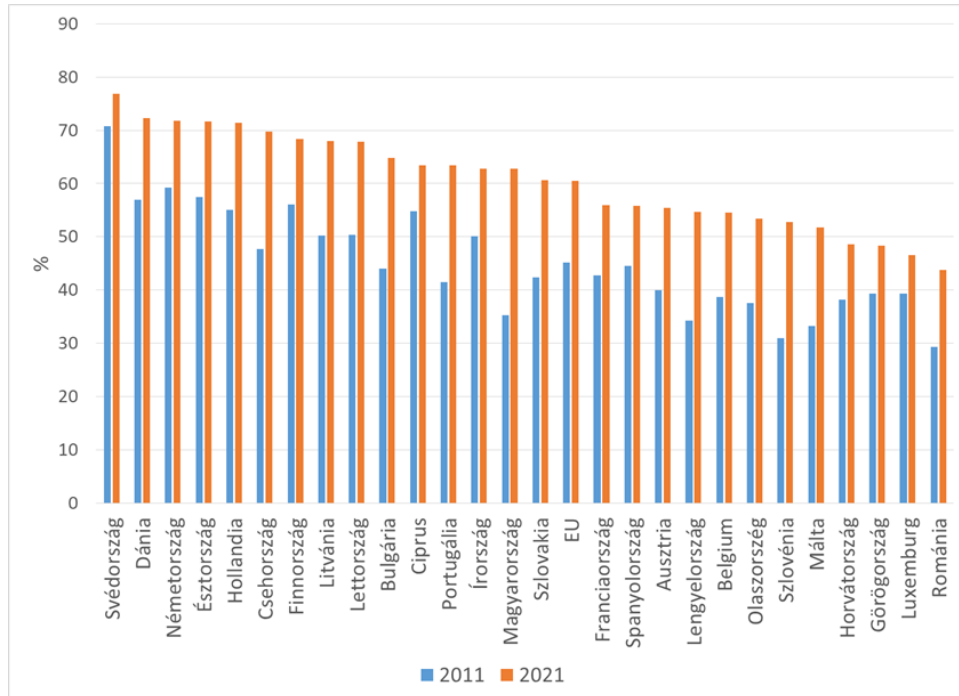
**Megjegyzés: Gáz @EUR 250/MWh, áram @ EUR 545/MWh (változatlan mennyiségeket és EUR GDP-t feltételezve, TTF holland energiátözsdei/német árakkal számolva, 2019-es EUR GDP-hez és átlagárakhoz képest)*

Ami a hosszabb távú kilátásokat illeti: 10 év alatt fokozatosan kb. 2.5 százalékra csökkenő potenciális növekedést tételeztünk fel Magyarországon esetében. Ehhez azonban szükség lesz arra, hogy a növekedési modell megváltozzon (lásd alább). A második alternatív forgatókönyvben egy lassabb termelékenység-bővülés hatásait vizsgáljuk.

Az elmúlt évek növekedésének fontos tényezője a munkaerőpiaci tartalékok kiaknázása volt. A tartalékok azonban hamarosan kimerülnek. A nyugdíjkorhatár további emelésével, a közmunkaprogram további leépítésével és a nők, illetve a hátrányos helyzetű régiók foglalkoztatási rátájának növelésével ugyan még van tér némi bővülésre, ez azonban messze elmarad a korábbi lehetőségektől. 2021-re a magyar foglalkoztatási ráta az EU országok közül a legmagasabbak közé tartozott a 25-54 éves korosztályban, és jelentősen nőtt az 55-64 éves korosztály esetében is. Ezen ráták növekedése nagy siker, azonban azt is jelenti, hogy tovább már nehezen bővíthetők. Ha feltesszük, hogy Magyarország mindkét korcsoport esetében eléri a jelenlegi legmagasabb uniós foglalkoztatási rátákat (és a 15-24 éves korosztályban változatlan marad a mostani arány), akkor a demográfiai előrejelzéseket is figyelembe véve (vagyis a csökkenő munkaképes korú lakosság

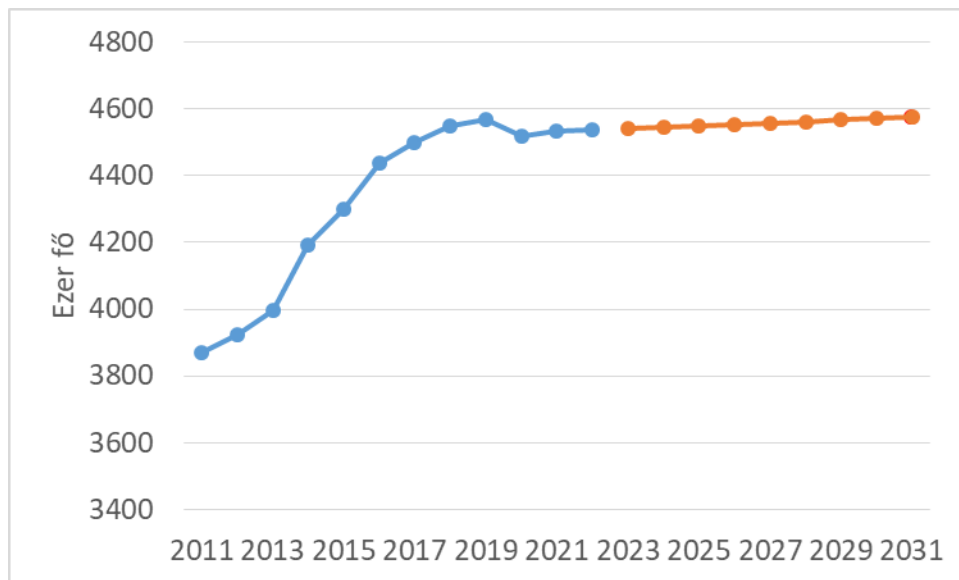
miatt) nagyjából stagnáló foglalkoztatást kapunk a következő 10 év során, feltéve, hogy a nettó bevándorlás nem lesz sokkal nagyobb, mint a jelenlegi EU-s kivétel.

Ábra 22: A foglalkoztatási ráták változása az EU-ban az 55-64 éves korosztálynál



Forrás: Eurostat

Ábra 23: A foglalkoztatottak száma és 2021 utáni projekciója a 15-64 éves korosztálynál

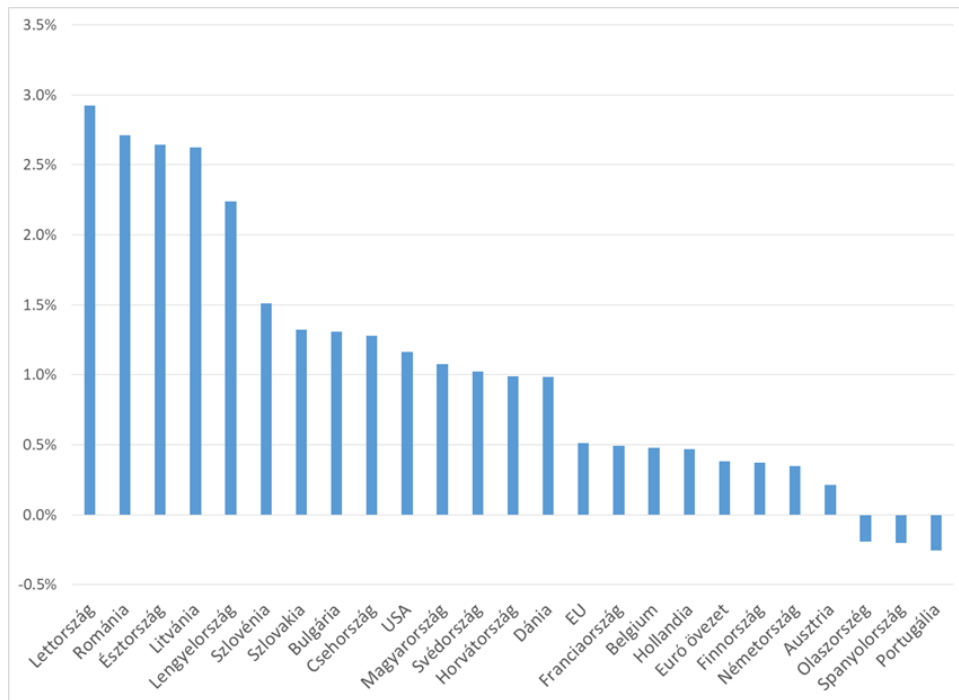


Forrás: Eurostat, OGREsearch kalkulációk

Az elmúlt 10 évben a foglalkoztatás jelentős növekedése mellett az egy foglalkoztatottra jutó kibocsátás évi kb. 1 százalékkal nőtt. Ha elfogadjuk a fenti foglalkoztatási feltevéseket, akkor a termelékenységnek jelentősen emelkednie kell, hogy a 2 százalék feletti potenciális növekedés

elérhető legyen. A balti államoknak, Romániának és Lengyelországnak sikerült ezt elérni az utóbbi 10 évben, tehát a feladat nem lehetetlen, azonban egy másfajta növekedési modellre kell áttérni, mint ami az utóbbi 10 évre jellemző volt.

Ábra 24: Egy alkalmazottra jutó GDP (termelékenység) növekedés, 2011-21 időszak évesítve



Forrás: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics, OGResearch kalkulációk

A globális feszültségek, az ellátási láncok problémái, a mérséklődő kínai gazdaság és a lassuló globális kereslet mind negatív irányban befolyásolják a hazai gazdasági teljesítményt, különösképpen az orosz-ukrán háború, amely több csatornán keresztül is jelentősen rontja a gazdasági kilátásokat. A termelési oldalon a globális folyamatoknak kitett szektorokban, mint például a feldolgozóiparban (különösen a gépgyártásban), jelentős lassulást várunk. Egyéb szektorok különösen kitéttek a negatív globális hatásoknak (például az ipari termelés, az építőipar vagy a mezőgazdaság), hiszen a növekvő energia- és nyersanyagárak, a munkaerőpiaci súrlódások és a termelési láncok szakadozása tovább növeli a költségeket és hátráltatja a kibocsátást.

Keretes írás: Az energiaárak költségvetési kockázata

Amikor az állam fix („rezsicsökkentett”) árat garantál a lakossági gáz- és áramárak esetében, akkor az árváltozás pénzügyi kockázatát magára vállalja. Mivel a piaci gáz- és áramárak nagy mértékben emelkedtek az utóbbi időben, ezért fontos megvizsgálni azt, hogy mekkora ez a kockázat. Az is potenciális költségvetési kockázatot jelent, ha a gazdaság visszaesik a magas energiaárak és/vagy a fizikai hiány miatt, valamint az is, ha a központi költségvetés arra kényszerül, hogy a lakosságon kívül egyéb szektorokat is támogasson (ipar, mezőgazdaság, önkormányzatok stb.).

Az európai földgáz- és áramár-emelkedés mértéke kolosszális, nagyobb, mint az olajár sokk volt a 70-es években, a földgáz és az áram piaci ára ezen sorok írásakor (2022 augusztusában) a megszokott értékek mintegy tízszerese vagy még magasabb (lásd az alábbi ábrát). Éppen ezért előre bocsátjuk, hogy nagyon valószínűtlen, hogy a jelenlegi gáz- és áramár (reálértéken) tartósan fennmaradjon. Ugyanakkor az árak normalizálódása akár több évig is eltarthat. Makromodelleinkben nincs explicit módon földgáz- és áramár, azonban az első alternatív scenáriónkban az energiaár-sokk áttételes és továbbgyűrűző hatásait modelleztük. Ezen keretes írásban pedig a közvetlen költségvetési kockázatokat vizsgáljuk.

A kormány 2022 nyarán korlátozta, hogy milyen mennyiségig kap a lakosság és a mikrovállalatok földgázt és áramot a korábbi alacsony áron, és ezzel limitálta azt is, hogy mekkora a kitétsége a potenciális árváltozásokra. Az áram esetében a nettó kitétség minimális, ugyanis az állami tulajdonú Paksi Atomerőmű (legalábbis időátlagban) fedezni tudja a teljes lakossági fogyasztást (lásd a KSH adatait az áramfogyasztásról: https://www.ksh.hu/stadat_files/kor/hu/kor0044.html), és a folyó termelési költségei a szabályozott alacsony árak közelében vannak. Az állami tulajdonban lévő megújuló energiaforrások és a Mátrai Erőmű szintén viszonylag olcsón termelnek folyó költség alapon, összességében tehát itt az állam a magas áramárakból még profitálni tudhat, a Mátrai Erőmű esetében a CO₂ árártól függően.

A földgáz esetében azonban létezik állami kitétség a piaci árváltozásokra. Itt a lakossági fogyasztás 3,5 milliárd m³ körül alakul, ami az időjárástól függően némiképp változhat. Nem ismerjük ugyan a pontos megoszlását, és most minden valószínűség szerint változni is fog, de ha feltételezzük, hogy a háztartások fele fogyaszt az átlag felett (ők csak az átlagfogyasztás mértékéig kapnak alacsony áron gázt), és az átlag alatt fogyasztó háztartások az összátlag felét fogyasztják átlagosan, akkor kb. 2,5 milliárd m³ lehet az a gázmennyiség, amit az állam alacsony áron biztosít a lakosságnak. Van azonban 1,5 milliárd m³ hazai termelés, amit vagy alacsony áron adnak a kitermelők (MOL) vagy megadóztatható a keletkezett magasabb nyereség. Ebből adódóan mintegy 1 milliárd m³ lehet az állam nettó kitétsége évente.

A pontos piaci beszerzési árakat nem ismerjük, de ez valamekkora késéssel követi a nyugat-európai piaci árakat (holland TTF jegyzés). Ez utóbbiak azonban időben is nagy mértékben ingadoznak. Nem tudjuk, hogy az eddigi beszerzések milyen áron történtek. Augusztus 24-én a TTF azonnali árak a napi EUR/HUF árfolyamon 1100 Ft/m³ körüli árat jelentenek, ami magasabb még a „lakossági piacnak” nevezett árnál is (732-753 Ft/m³, rendszerhasználati díjjal). Ha ezen az áron kellene beszerezni 1 milliárd m³-t, akkor nagyságrendileg a GDP 1,5 százalékának megfelelő állami támogatást igényelne, hogy az állam a „rezsicsökkentett” áron tudja továbbadni. Hangsúlyozzuk azonban, hogy már történtek állami vásárlások, tehát ennél feltehetően alacsonyabb áron vásárolt gázt az állam az év korábbi részében.

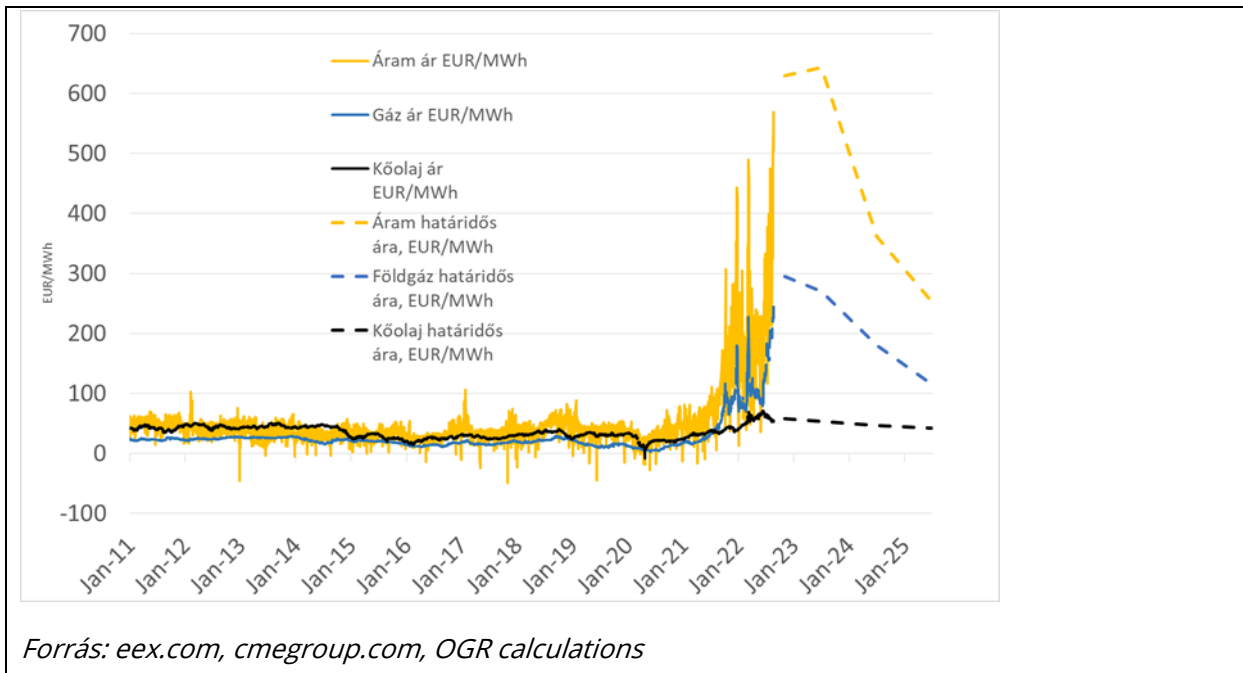
A következő pár hónapban az európai (és így a magyar beszerzési) gázárak akár tovább is emelkedhetnek, és ez jelenthet egyszeri kiadást az állam számára. Azonban vannak jelei annak, hogy az alkalmazkodás beindult mind a keresleti, mind a kínálati oldalon, és hogy a jelenlegi magas európai piaci gázárak nem tudnak fennmaradni. Csak említés szintjén: sok országban (köztük Magyarországon) elkezdődött a hazai gáztermelés felfuttatása, a magas árak hatására megindult a szénrel vagy akár kőolajjal való helyettesítés az importőr országokban, kiemelten az ázsiai régióban, tovább üzemeltetnek vagy akár be is indítanak szén- és atomerőműveket Európában, hogy kiváltsák a gázzal termelt áramot, különböző takarékosági intézkedéseket vezetnek be, energiatakarékosági beruházásokat valósítanak meg.

A TTF energiátőzsdén a határidős kereskedés alapján a gázárak 2025-re a jelenlegi szint kb. 40 százaléka esnek (ezeket az árakat feltüntetjük az alábbi ábrán), és könnyen előfordulhat, hogy a csökkenés gyorsabb/nagyobb mértékű lesz. A 2025-re a piac által előrejelzett gázárak még mindig a 2011-19-es időszak átlagárának a több mint ötszörösét, a jelenlegi USA áraknak (amelyek szintén jelentősen emelkedtek) több mint háromszorosát teszik ki. Ezen árszintek még mindig óriási ösztönzést adnak a szállítási kapacitások kiépítésére, a takarékosagra, a helyettesítésre és a kínálat növelésére.

A fentiek miatt a gázpiaccal kapcsolatos közvetlen kormányzati pénzügyi kitétséget nem tekintjük jelentősnek közép-hosszú távon. Ugyanakkor a következő egy-két évben lehetséges, hogy a kitétség miatt további kiigazításra és/vagy az árrendszer további átalakítására lesz szükség. A magasabb energiaárral kapcsolatos állami többlet kiadásokat érdemes véleményünk szerint egyszeri sokknak tekinteni, hasonlóan például a covid járvánnyal kapcsolatos kiadásokhoz, és nem egy tartós, strukturális változásnak.

A fentiekben a lakosság felé meglévő állami kitétséget vizsgáltuk. Azonban az óriási mértékű energiaköltség-emelkedés felveti azt is, hogy emiatt az EU recesszióba kerülhet (ezt vizsgáljuk az alternatív scenáriónkban), illetve hogy a kormány választhatja azt, hogy átmenetileg támogatja a termelői szektor energiakiadásait, ami addicionális költségvetési kiadásként jelenne meg. Ennek bevezetése és mértéke természetesen gazdaságpolitikai választás kérdése. A teljes áram- és gázköltség növekedés az ipar számára számításunk szerint a GDP kb. 10-11%-a körül lehet (a 2022 szeptemberi határidős árak és a 2011-19 átlagárak különbségével és a korábbi fogyasztási szintekkel számolva). Ennél a felső korlátnál azonban egy reális támogatási program kiadásai jóval kisebbek lennének, hiszen biztosan számolhatunk helyettesítéssel és mennyiségi alkalmazkodással, egy reális program nem célozná a teljes költségnövekedés átvállalását, és szelektíven csak az energiaintenzív szektorokra koncentrálva jóval kisebb költségeket jelentene. Nem valószínűsítünk a GDP néhány százalékánál nagyobb egyszeri költségvetési kiadást még akkor sem, ha esetleg magvalósul egy ipart célzó támogatási program.

Ábra 25: Európai olaj-, gáz- és áramárak MWh-ra átszámolva, euróban



A fiskális politikában jelentős kiigazítást hajtott végre a kormány 2022 nyarán (bővebben erről lásd a következő alfejezetet). Az energiatámogatási rendszer átalakítása miatt az átlag felett fogyasztók erősen emelkedő költségekkel néznek szembe elsősorban a földgáz esetében, amely csökkenti az egyéb fogyasztásra elkölthető lakossági jövedelmet. A lakossági gázárak a korábban egységes 102 forintos köbméterenkénti árról 732, majd októbertől 753 forintra emelkednek az átlagfogyasztást meghaladó szintre. Ez a GDP kb. 1 százalékának megfelelő jövedelemelvonást jelent a lakosságtól, a fogyasztási alkalmazkodás függvényében.

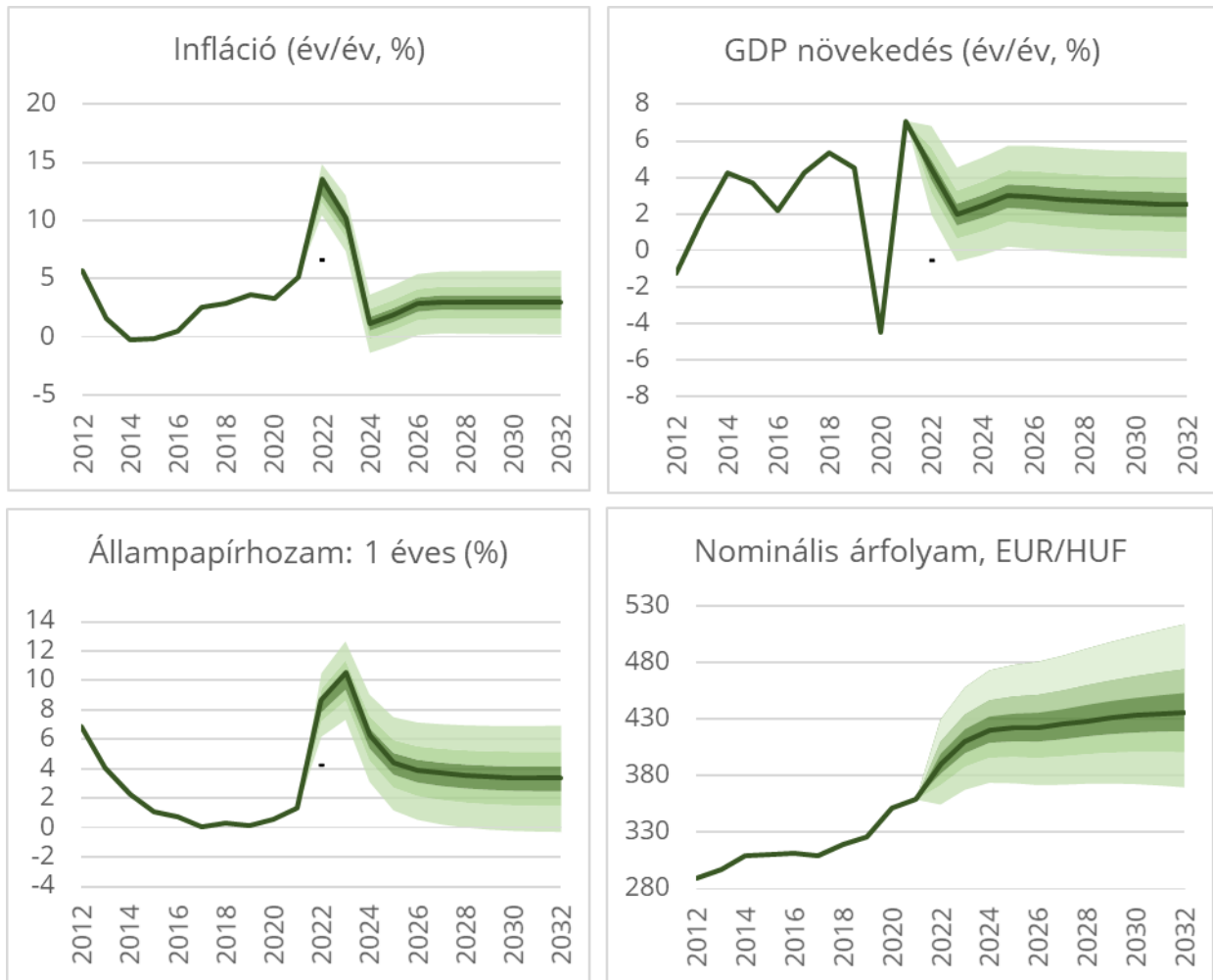
A magasabb infláció is segíti a költségvetést rövid távon, mivel a kiadások átárázódása csak részleges és elhúzódó, és ez a hatás még 2023-ban is kitart.

A lakossági fogyasztást az első negyedévben történt jövedelemnövelő intézkedések még élénkítették, azonban a lakosság fogyasztása már a nyár során is jelentősen lassult, és ezen tendencia folytatódását várjuk az év hátralévő részében. A kiskereskedelmi forgalom szezonálisan igazított értékei (az üzemanyagtól eltekintve) már inkább csökkenést mutattak az utóbbi hónapokban. A fiskális szigorítás mellett a hitelkondíciók is romlanak, és a magas infláció nagyban erodálja a (még) feszes munkaerőpiacból fakadó nominális bérnövekedést. Hasonlóan a fogyasztáshoz a beruházások növekedésében is lassulás várható a szűkülő fiskális mozgástér, a romló gazdasági környezet és a növekvő kamatok miatt. Gazdasági előrejelzésünket a szokottnál nagyobb bizonytalanság övezi, különösen az európai uniós finanszírozást és az orosz-ukrán háború miatt az energiaárakat illetően. Mindkét tényező esetében komoly negatív kockázatokat látunk, amelyek tovább ronthatják a gazdasági teljesítményünket.

Az inflációs előrejelzésünk 2022-re átlagosan 13,5 százalékos árnövekedést feltételez. A globális árak begyűrűzése és a gyengülő forint miatt széleskörű inflációs nyomás alakult ki, amelyet az orosz-ukrán háború csak tovább fokoz, így a következő hónapokban még valószínűleg gyorsul is az áremelkedés üteme az augusztusi 15,6 százalék után. A növekvő infláció irányába hat a költségvetési kiigazítás több eleme is: a jövedéki adók emelése, a kiskereskedelmi különadók emelése, a KATA megszüntetése a cégeknek számlázó egyéni vállalkozóknak. A központi kiadások visszafogása és az állami beruházások jelentős részének felfüggesztése viszont az infláció mérséklésének irányába hat, azonban ennek hatása kisebb lesz a fogyasztói kosárra rövid távon. Feltételezésünk szerint a kormány üzemanyagra és élelmiszerekre bevezetett árkorlátozását a következő hónapokban fenntartja, és csak a jövő évben vezeti ki. Várakozásunk szerint az energiárak jelenlegi szabályozása (az átlagfogyasztás mértékéig egy mai piacinál jóval alacsonyabb lakossági ár) fennmarad hosszú távon is. 2023-ban csak lassan csökkenő inflációt várunk, és éves átlagban 10 százalék körüli árnövekedésre számítunk. Az infláció csökkenéséhez szükséges az év első felében még nagyon magas bérdinamika mérséklődése és a forintárfolyam stabilizálódása, amire számítunk is, párhuzamosan a kibocsátási rés záródásával.

A magas inflációs nyomás miatt a jegybank folytatja a monetáris szigorítást, várhatóan az 1 éves nominális kamat átlagosan 10 százalék körül alakul az idei évben, és a jövő évi átlag is hasonló lesz, éven belüli csökkenő pálya mellett is. A kamatok esetében is nagy a bizonytalanság, az energiaárak gyorsabb normalizálódása dinamikusabb csökkentési pályát tenne lehetővé. Az inflációs nyomás enyhülésével a nominális kamat is mérséklődik, viszont bőven az elmúlt időszak átlagos kamata felett marad még pár évig.

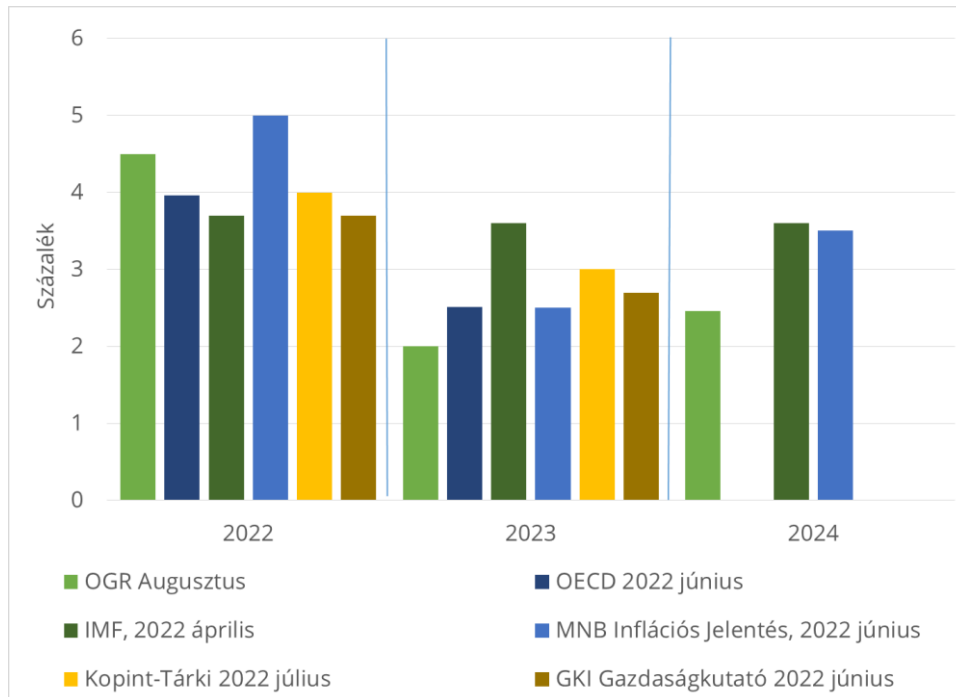
Ábra 26: Az alappálya főbb makrováltozói



Forrás: OGResearch

A 2023-ra vonatkozó gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzésünk tipikusan alacsonyabb, mint a külső előrejelzők számai, inflációs előrejelzésünk pedig magasabb, aminek az az oka, hogy a külső előrejelzések a korábbi hónapokban készültek, amikor a magas inflációs meglepetések és a kormány költségvetési kiigazító intézkedése még nem voltak ismertek.

Ábra 27: GDP növekedésre vonatkozó előrejelzések összevetése (év/év, százalék)



*Forrás: OGR saját számítás, MNB, IMF, Kopint-Datorg, GKI, OECD * Az MNB esetében a sávos előrejelzések közepét tüntettük fel.*

4.3 Költségvetési folyamatok

A kormány a 2022. évi költségvetési törvényben kitűzött 5,9 százalékos hiánycélt 2021 decemberében 4,9 százalékra módosította. A hiánycél csökkentését a 2021-es év kedvező gazdasági teljesítménye, illetve a javuló gazdasági növekedési és magasabb inflációs kilátások, valamint a beruházási kiadások 2021-ben megvalósult, illetve 2022-ben tervezett csökkentése tette lehetővé. Eközben viszont a kormány számos költségvetési hiányt növelő és gazdaságélénkítő intézkedést jelentett be, amelyek jelentős terhet rónak a 2022-es költségvetésre, és a külső körülmények is fokozatosan romlottak.

A hiánycél elérése érdekében így a kormánynak komoly költségvetési kiigazításokat kellett bejelentenie az év közepén. Előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy ezek az intézkedések (amelyek együttesen nagyjából a GDP 4 százalékát teszik ki) bőven elegendők lesznek ahhoz, hogy a 4,9 százalékos hiánycél teljesüljön.

A bejelentett költségvetési kiigazítások az elmúlt évtizedek egyik legnagyobb ilyen csomagját takarják. A bevételi oldalon több szektort érintő különadók segítik az egyensúly fenntartását, összesen közel 1000 milliárd forintra (a GDP 1,6 százalékára) becsült nagyságrendben. Ilyen különadókkal szembesül többek között a bank- és a biztosítási szektor, az energia- és a bányászati szektor, a telekommunikációs szektor és a gyógyszeripar, a légitársaságok, valamint a

nagyobb kiskereskedelmi szereplők is. A szektorális különadók mellett közel 100 milliárdos nagyságrendű bevételnövekedés várható a népegészségügyi termékadó, a különböző jövedéki adók (dohánytermékek, szeszes italok, villamosenergia, PB-gáz stb.), illetve a cégautóadó növeléséből is. A munkajövedelmekből származó adóbevételek is nőnek, ezek közül legjelentősebb a korábban rendkívül kedvezményes adózási lehetőséget biztosító KATA-jogosultság radikális szűkítése és a kapcsolódó adófizetési teher emelkedése (200 milliárd körüli várt bevételnövekedés), de ilyen az egyszerűsített foglalkoztatás után fizetendő adóterhek emelkedése is. Az árkorlátozások folyamatos kivezetése is javítja a költségvetési egyensúlyt, hiszen az ebbe a körbe tartozó termékek (üzemanyagok, különböző élelmiszerek, lakossági energia) árának növekedésével a költségvetés ÁFA-bevételei is jelentősen (százmilliárdos nagyságrendben) emelkednek.

A lakossági energiaárkorlátozások részleges kivezetése a költségvetés kiadási oldalára helyeződő nyomást is enyhíti, hiszen ugyan a piaci és a lakossági ár közti különbség nem közvetlenül terheli a költségvetést, azonban az állami tulajdonú MVM veszteségeinek kompenzációja még a rezsicsökkentés részleges kivezetésével is több százmilliárdos nagyságrendű kiadást jelent a költségvetés számára. Az OTP számításai szerint az új lakossági energiaár szabás csak 2022-ben 500 milliárd forint körüli többletfinanszírozási tehertől mentesíti az államot. Mindez természetesen az energia áraktól is függ, lásd a fenti keretes írásunkat.

A kormány által bejelentett intézkedések a költségvetés kiadási oldalán közvetlenül is jelentős mértékben hozzájárulnak a hiánycél teljesítéséhez. Bár a kormányzati kommunikáció nem egyértelmű a teljes csomag 2022 és 2023 közti megoszlását illetően, azonban az már most látszik, hogy idén közel 600 milliárd forint értékben csökkentik a központi költségvetés fejezeti kiadásait, amelyhez még hozzájön a két év alatt a kormányzati beruházások további 1150 milliárd forintnyi csökkenése.

Előrejelzésünkben 2023-ban is azzal számolunk, hogy a 3,5%-os kitűzött hiánycélt teljesíteni tudja a kormányzat. Ehhez jelentősen hozzájárul a szektorális különadók és az adóváltozások megtartása, illetve várakozásaink alapján az árkorlátozások kivezetése (a lakossági energiaárak kivételével) az év során megtörténik, ami tovább segíti az adóbevételek növekedését. Az év átlagban magasan maradó infláció is segíti a költségvetési egyensúlyt 2023-ban is.

Természetesen vannak olyan tételek is, amelyek növelik a költségvetés fenntarthatósági kockázatát, ilyen egyrészt az energiaárak további növekedése, amely nemcsak a lakossági árkorlátozásból eredő veszteségek kompenzálása, de az állami szektor energiafogyasztása miatt is ronthatja a költségvetés pozícióját. Ugyanígy nagyobb tételt jelenthet az MNB veszteségeinek elszámolása, amely a gyors kamatemelések következtében növekvő kamatkidadások miatt jelenthet komolyabb terhet a költségvetés számára, amennyiben az eredménytartalék nem tudja fedezni azt (ez év végén 208 milliárd volt, míg az ideai veszteség becslések szerint 400 milliárd forint körül lehet). Ezeket növelik az olyan egyszeri kiadások, mint 2022-ben a rendvédelmi dolgozók 26%-os

béremelése (52 milliárd forint) és a különleges földgázkészlet létrehozása (736 milliárd forint), vagy 2023-ban a Vodafone megvásárlásával járó 350 milliárdos kiadás. Ez utóbbi csak pénzforgalmi szemléletben jelenik meg hiányként, az eredményszemléletű hiányt nem érinti.

2022-ben a *kiadások* növekedése irányába hat és meghatározó szereppel bír a 13. havi nyugdíj teljes összegének újbóli bevezetése (GDP 0,4 százalékát kitevő hiányhatás), az állami alkalmazottak szélesebb körét érintő bérfejlesztés (GDP 0,8 százaléka) és a rendvédelmi és honvédelmi dolgozók egyszeri, hathavi illetménynek megfelelő juttatása (GDP 0,4 százaléka). Emellett a 20 százalékos minimálbéremeléssel összefüggésben a családtámogatások (csecsemőgondozási díj, gyermekgondozási díj) és a közfoglalkoztatottak bére is jelentős mértékben emelkedik 2022-ben.

A *bevételek csökkenése irányába ható intézkedések közül* kiemelendő az 1,5 százalékos szakképzési hozzájárulás eltörlése, valamint a szociális hozzájárulási adó kulcsának további, 2,5 százalékpontos csökkentése (GDP közel 1 százalékát kitevő bevételkiesés), a kisvállalati adó (KIVA) kulcsának a szociális hozzájárulási adó csökkentésével párhuzamos 1 százalékpontos csökkentése és a 25 év alattiak előző évi átlagbér összegéig járó személyi jövedelemadó mentessége (GDP 0,2 százaléka).

A *kiadások csökkenése* irányába hat ugyanakkor egyes állami beruházások 2021 decemberében bejelentett átütemezése, ami az eredeti terveket is figyelembe véve GDP arányában mintegy 0,5 százalékos hiánycsökkentést tesz lehetővé; a járvánnyal kapcsolatos átmeneti kiadások csökkenése, illetve számos intézkedéssel nem érintett kiadási tétel esetében a nominális GDP bővülésétől érdemben elmaradó nominális növekedés. Összességében a költségvetési tervezés időszakában vártnál lényegesen magasabb infláció jelentős kiadási megtakarításokat eredményezhet még akkor is, ha egyes kiadási csoportok, így elsősorban a dologi kiadások bizonyos csoportjai esetében az infláció emelkedése következtében a nominális kiadások elkerülhetetlenül magasabbak lesznek a tervezettnél. További megtakarításokat eszközölhet a kormány azon diszkrécionális kiadások körében, amelyekről az elmúlt években jellemzően az év végén, a költségvetési mozgástér tudatában döntött.

Bevételi oldalon 2021-hez képest érdemi *megtakarítást* jelent a családi adóvisszatérítés hatásának kiesése, ami ugyan 2022-ben került kifizetésre, azaz a pénzforgalmi hiányt idén érinti, eredményszemléletben azonban 2021-ben kerül elszámolásra. További adóbevétel növekedést jelent 2021-hez képest, hogy idén már nem kerül sor a válság által sújtott vállalatok járulékkerheinek elengedésére.

Összességében megítélésünk szerint a kormány 2022 során jelentős mértékben szigorított a költségvetési politikán, de az éves számokban ez csak korlátozottan jelenik meg az első félév laza politikája miatt. Ezzel együtt is a nagymértékű kiigazítás lehetővé teszi a 4,9%-os hiánycél elérését 2022-ben. Az év egészében még várhatóan nőni fog a kibocsátási rés, és ezért a ciklikus komponens várhatóan 0,8%-ot tesz ki a 2021-es 0,5 százalék után, tehát 0,3 százalékkal javítja az az egyenleget 2021-hez képest. A ciklikus komponens a gazdaság ciklikus helyzetével összefüggő kiadások

(jellemzően a munkanélküli járadékok) és bevételek (elsősorban az adók) egyenlege. A ciklikusan igazított elsődleges egyenleg -4,9 százalékról -3,4%-ra javul 2022-ben, de mint említettük ez a szám két nagyon eltérő félét von egybe. A kamatkiadások várhatóan a GDP százalékában valamelyest nőnek a gyors nominális GDP növekedés ellenére, az adósságráta emelkedése és kisebb mértékben az átárazódás hatására.

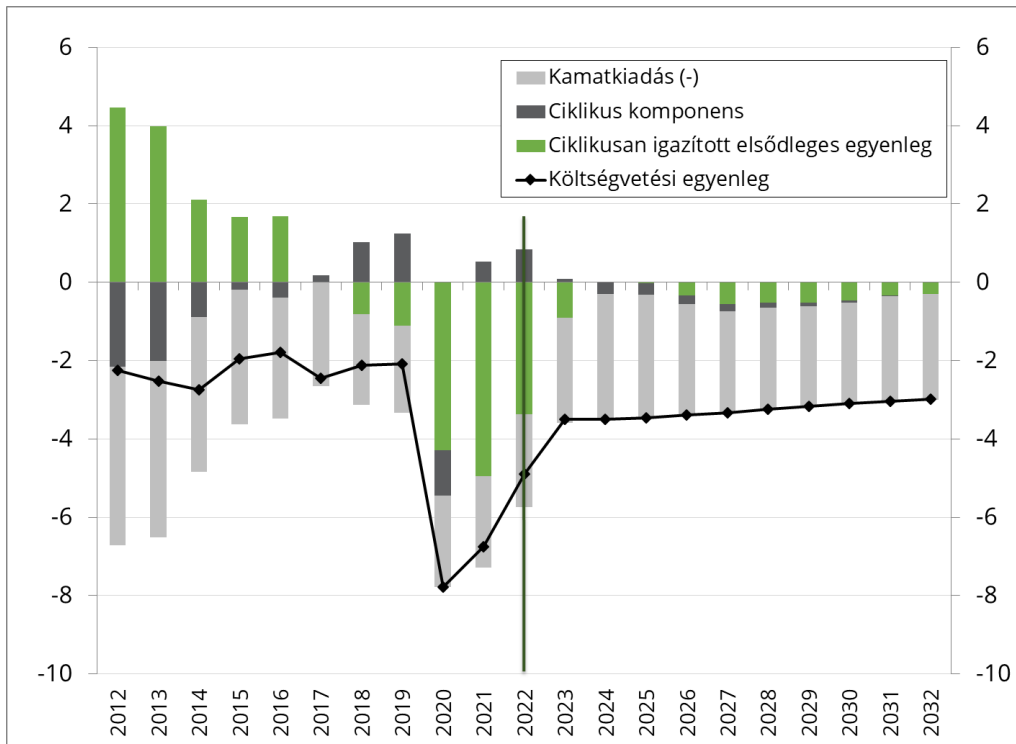
2023-ban viszont az idén bevezetett költségvetési szigorítás teljes mértékben megjelenik, így azt várjuk, hogy a ciklikusan igazított elsődleges egyenleg -3,4% ról -0,9% ra javul. Előrejelzésünk szerint 2023-ra a gazdaság nagyjából visszatér a potenciális szintjére, a negatív kibocsátási rés záródik, így a ciklikus komponens is szinte teljesen „eltűnik”. A ciklikus komponens változása ezért 2023-ban 0,7 százalékponttal rontja az egyenleget. A kamatkiadások is már erőteljesebben emelkedni kezdenek 2023-ban, ami szintén rontja a teljes egyenleget. A strukturális hiány növekedése irányába hat az MNB veszteség elszámolása is, ami becslésünk szerint a GDP 0,6 százalékával növelheti a kiadásokat. Ennek ellenére az elmúlt évek tapasztalatainak megfelelően azt tesszük fel, hogy a 2023. évi költségvetési törvényben előirányzott 3,5 százalékos hiánycél teljesülni fog, amit alátámaszt a 2022-ben bevezetett költségvetési szigorítások jelentős mértéke is.

Középtávon, a 2024-2032 időszakban azt feltételezzük, hogy fennmarad az óvatos költségvetési politika. 2024-ben tovább javul és egyensúlyba kerül a ciklikusan kiigazított hiány, azonban ennek ellenére nem csökken tovább a teljes deficit abban az évben. A kamatkiadások ugyanis a lassú átárazódás miatt ekkor kezdenek jelentős mértékben emelkedni, és a kibocsátási rés is tovább mozdul negatív irányba, részben éppen a fiskális szigor miatt, tehát a ciklikus komponens is rontja az egyenleget 2023-hoz képest. A nominális GDP nagymértékű lassulása mellett jóval nehezebb lesz csökkenteni az elsődleges egyenleget. A kiigazítást 2024-ben várakozásunk szerint viszont segítheti, hogy a világpiaci gázárak feltételezett csökkenése következtében a rezsicsökkentés költségvetési terhei érdemben alacsonyabbak lesznek.

A 2024-et követő években a ciklikus komponens már inkább kis mértékben segít, és a kamatkiadások is a csökkenésnek indulnak a hozamok, majd 2025 után az adósságráta mérséklődésével.

A fenti folyamatok eredményeképpen a költségvetési hiány az előrejelzési horizonton végig lassan csökken, de csak az előrejelzési időszak végén megy a maastrichti 3 százalékos küszöbérték alá. Emellett a strukturális hiány az előrejelzés teljes időtávján meghaladja majd az Európai Bizottság szabályrendszere által kitűzött 1 százalékos célértéket.

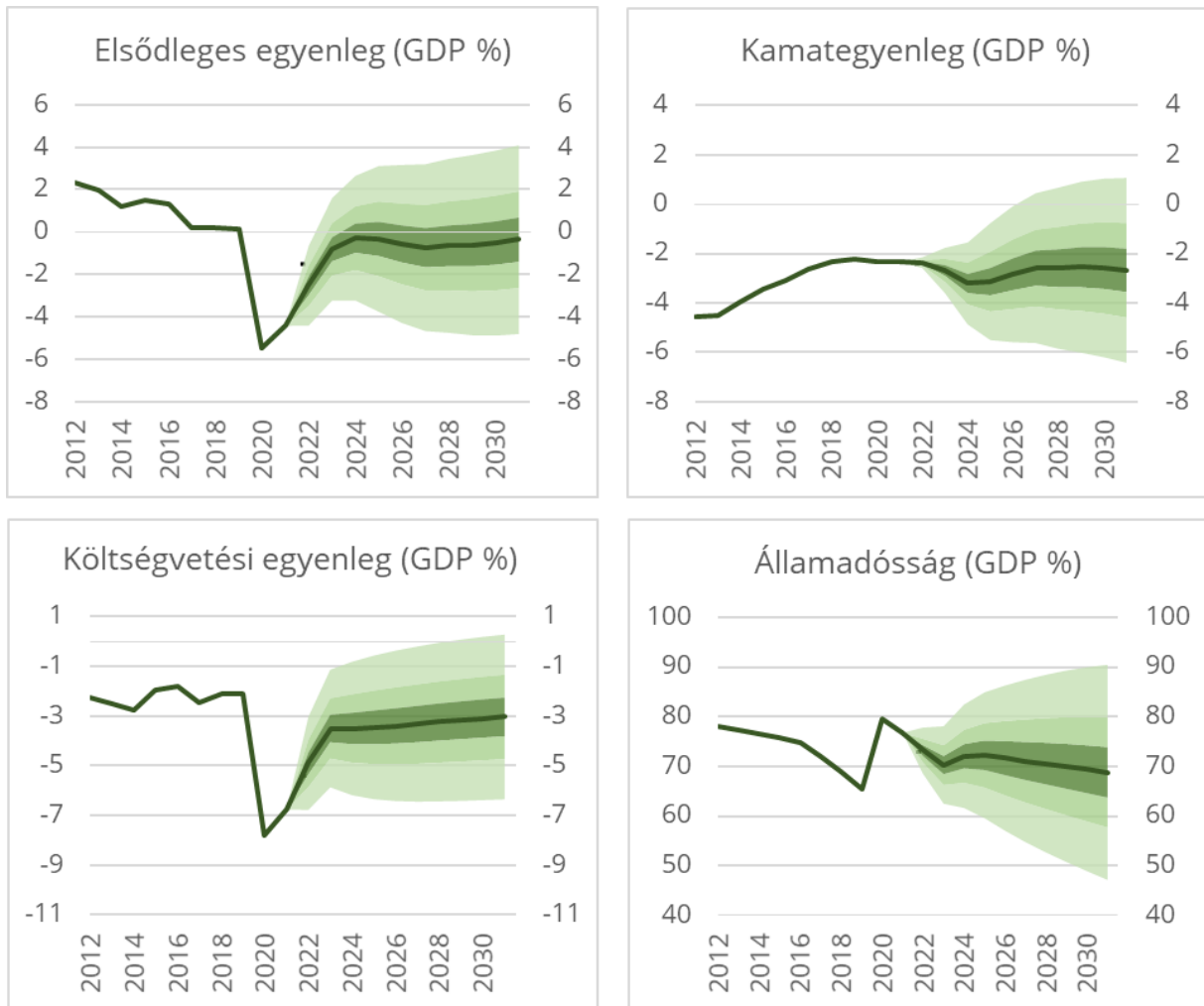
Ábra 28: Költségvetési hiánymutatók az alappálya mentén (GDP százalékában)



Forrás: OGResearch

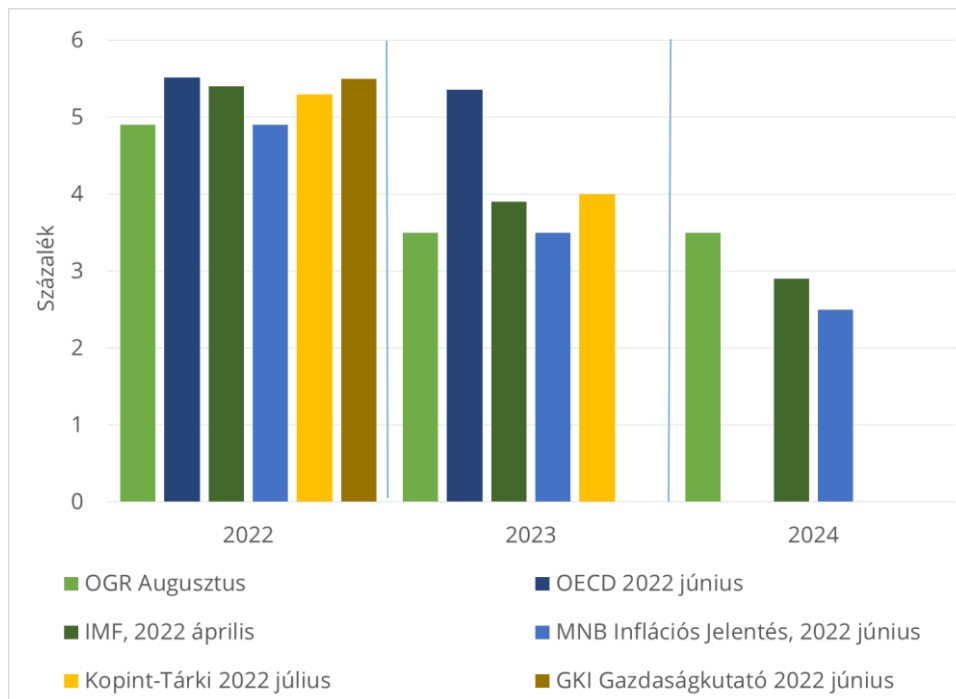
A teljes előrejelzési horizonton jelentős *bevételei kockázatot* jelentenek az EU források elérhetőségével kapcsolatos bizonytalanságok. Előrejelzésünkben azzal számoltunk, hogy a kormánynak az elkövetkező hónapokban sikerül megegyeznie az EU-val a jogállamiság eljárás által érintett kérdésekben, illetve sikerül elfogadtatnia Magyarország Helyreállítási és Újjáépítési Tervét, Partnerségi Megállapodását és operatív programját. Így idővel elérhetővé válnak a helyreállítási alap (2021-2026 között a járvány utáni gazdaságélénkítésre szánt pénzügyi alap) forrásai, és a 2021-27-es uniós költségvetés forrásai. Ugyanakkor amennyiben nem sikerül a feleknek megegyezni, a költségvetés akár a GDP több százalékát elérő EU forrástól eshet el az elkövetkező években.

Ábra 29: költségvetési mutatók az alappálya mentén



Forrás: OGResearch

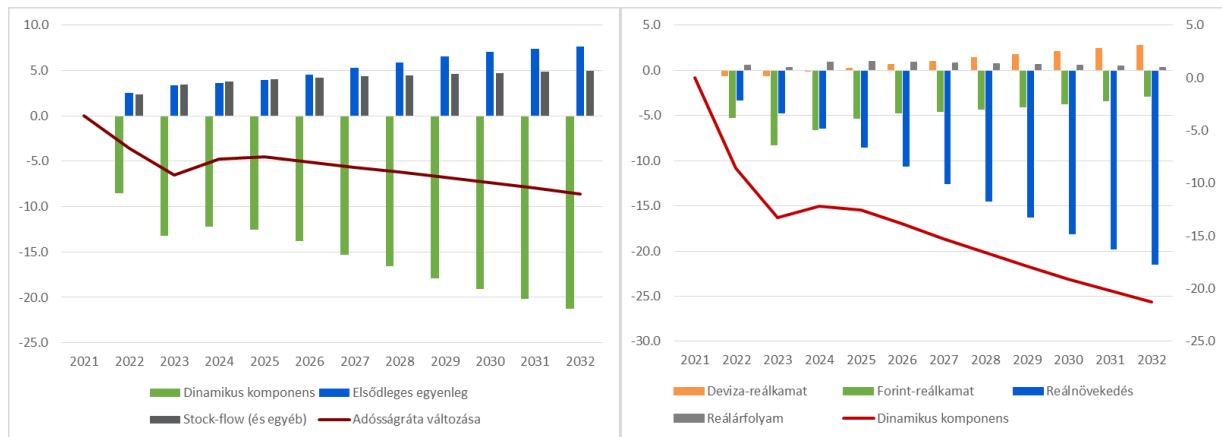
Ábra 30: költségvetési hiány előrejelzések összevetése (GDP arányában, százalék)



*Forrás: OGR saját számítás, MNB, IMF, Kopint-Datorg, GKI, OECD * Az MNB esetében a sávos előrejelzések közepét tüntettük fel.*

2022-24 időszakra vonatkozó költségvetésihiány-előrejelzésünk a többi intézményhez képest optimistább képet fest, részben valószínűleg azért mert korábban még nem voltak teljesen ismertek a kiigazító lépések (**Error! Reference source not found.**).

Ábra 31: a GDP arányos államadósság változásának dekompozíciója (2021-től kumulált változások, százalékpont)



Forrás: OGRResearch

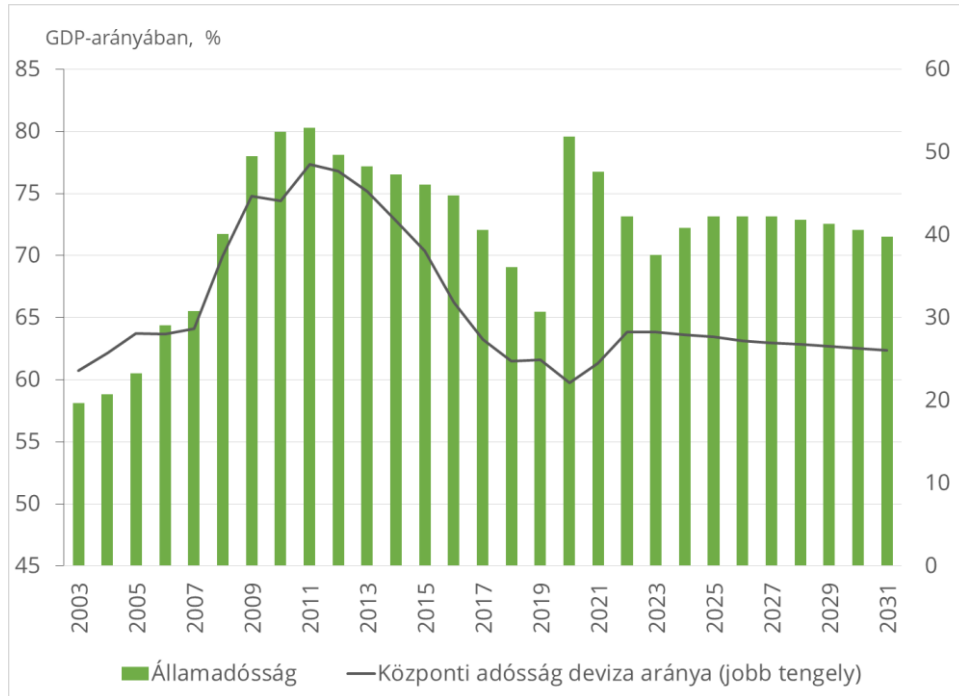
Megjegyzés: A dinamikus komponens a kamat, a reálárfolyam és a növekedés, azaz a makrogazdasági tényezők adósságdinamikára gyakorolt összehatását mutatja a múltban felhalmozott adósságon keresztül. Az elsődleges egyenleg a kormányzati intézkedések és a ciklikus folyamatok, a stock-flow komponens pedig az egyéb tényezők adósságrátára gyakorolt hatását mutatja.

Az előrejelzési horizonton az államadósság ráta csökkenésére számítunk, a 2024-25-ös évek átmeneti emelkedése után. A 2022-23-as években a magas infláció és a kezdetben magas reálnövekedés segíti az adósságráta csökkenést. A reálértelemben (még) alacsony finanszírozási költségek is hozzájárulnak az adósságarány csökkenéséhez, a dinamikus komponens (a reálkamat-reálárfolyam-reálnövekedés hármassal) ezen két év alatt több mint 15 százalékponttal járul hozzá az adósságráta 6,5 százalékpontos csökkenéséhez. 2023-ra az adósságráta a 70 százalék közelébe csökkenhet.

Az infláció csökkenésével, a magasabb (forint és deviza) reálkamatokkal, valamint a reálárfolyam leértékelődésével az adósságráta mérséklődése átmenetileg megfordul 2024-ben, és az adósságráta gyakorlatilag stagnál 2025-ben. Ezután azonban az alappályánknban az adósságráta tartós lassú csökkenésnek indul a 2025-ös 72,2 százalékos lokális maximumról. A GDP-arányos adósságráta 2032-re a GDP 68,2 százalékra csökkenhet. Az adósságráta várt mérséklődése meghatározó részben a reálgazdasági növekedéshez köthető, miközben a költségvetés tartósan fennmaradó hiánya jelentős mértékben ellensúlyozza az előbbi tényezők kedvező hatását. A költségvetés elsődleges egyenlege a teljes horizonton enyhén negatív marad. Ennek megfelelően az elsődleges egyenleg 2022-2032 időszakra kumulált adósságráta-növelő hatása számottevő, a GDP 7,7 százaléka körül alakulhat. Ugyanazén időszak alatt a reálnövekedés az adósságrátát 21,5

százalékkal csökkenti. A forint és deviza reálkamat csak az időszak elején, 2022-23-ban hat a mérséklődő adósságráta irányába.

Ábra 32: Az államadósságráta és a devizaarány



Forrás: KSF, OGRResearch

2021-ben enyhén tovább emelkedett a devizafinanszírozás államadósságon belüli aránya, ami a friss devizakötvény-kibocsátások hatását tükrözi. Ez az arány 2022 első félévében tovább emelkedett, 23 százalékra, részben a forint gyengülése, részben pedig a magasabb devizakibocsátások miatt. Feltevéseink szerint az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) 2022-ben is megpróbálja korlátotozni a devizaadósság arányát, azonban 2022 júniusában módosított irányelve szerint a megcélzott devizaarány-plafon 20 százalékról 25 százalékra emelkedett.

5. Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra

Ebben a fejezetben részletesen bemutatjuk, hogy az általunk legfontosabbnak tartott három világgazdasági forgatókönyvnek milyen hatása lehet a hazai makrogazdasági, valamint fiskális folyamatokra. Az első forgatókönyvben azt tesszük fel, hogy magasabb globális reálkamatok és az energiasokk (a drasztikus áremelkedésen és a fizikai hiányon keresztül) mély és elhúzódó gazdasági válságot okoz Európában. A második scenáriónkban a deglobalizáció és a világszerte növekvő katonai kiadások a termelékenység lassulásához vezetnek globálisan és Magyarországon is. A harmadik, pozitív scenárióban a technológiai fejlődés covid utáni felgyorsulása a termelékenység dinamikusabb növekedéséhez, alacsonyabb olajárakhoz és költségvetési deficitekhez vezet.

5.1 Energiaválság és recesszió Európában, növekvő reálkamatok

A piaci és gazdaságpolitikai szereplők döntő többségéhez hasonlóan mi is azzal feltevéssel élünk az alappályában, hogy a globális reálkamatok viszonylag alacsony szinten maradnak, és hogy az EU-ban tapasztalható energiaellátási problémák nem okoznak elhúzódó termelési visszaesést. Ebben az alternatív forgatókönyvben azonban megvizsgáljuk, hogy mi lenne a következménye egy nagyobb hatású energiaválságnak, ahol akár fizikai hiányok is fellépnének az EU-ban, és emiatt a termelés korlátozására is sor kerülne. Ebben a forgatókönyvben ismét központi szerepet kap az eurózána periferiájának nagyobb sebezhetősége (a 2008-12-es időszakhoz hasonlóan), amely magasabb reálkamatokat is okoz a magországokon túli Európában. Ez a forgatókönyv tehát egy ciklikus, de elhúzódó gazdasági visszaesést eredményez, így nevezhetjük akár Európai Adósságválság 2.0-nak is.

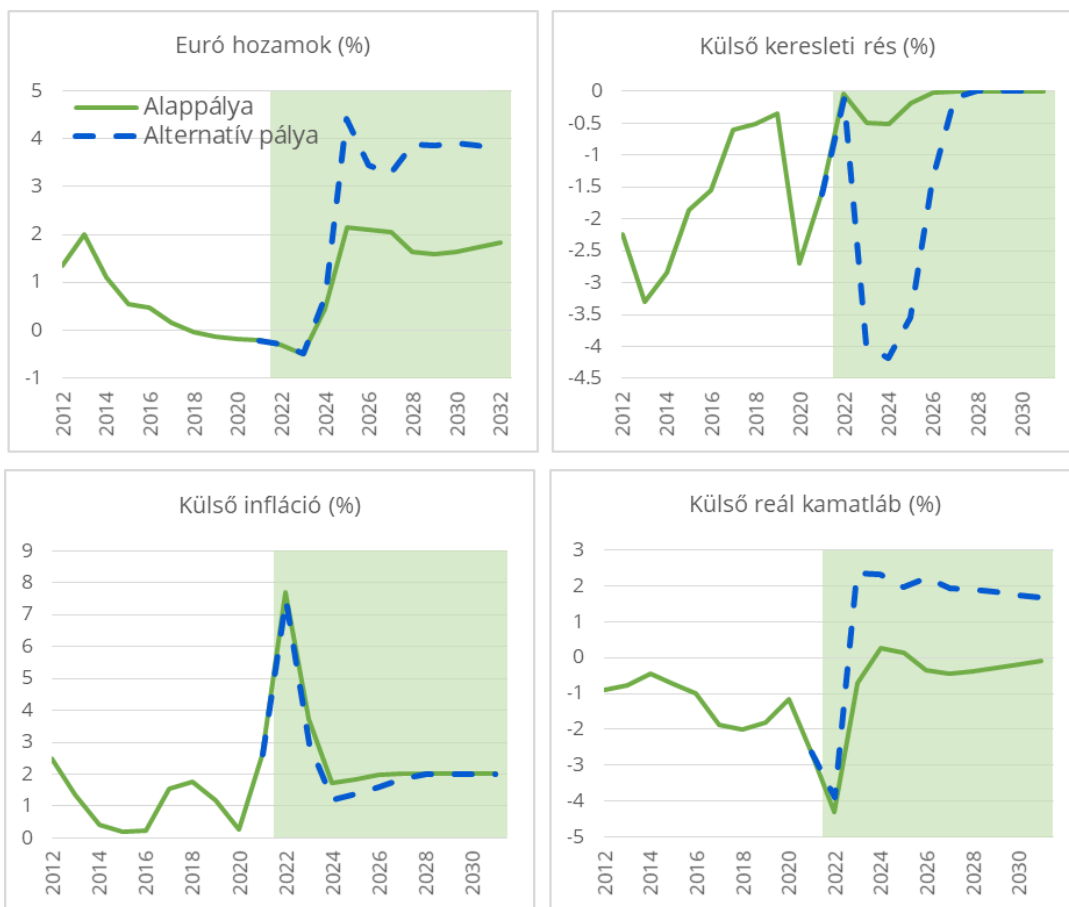
Az EU kibocsátása ebben a forgatókönyvben három ok miatt is visszaesik. Egyrészt amiatt, mert a magas energiaárak a termelés egy részét veszteségessé teszik, másrészt az esetleges energiaellátási problémák fizikai hiányt okozva is csökkentik a termelést, harmadrészt a bizalomhiány miatt a beruházások is visszaesnek. A visszaeső termelés és a magas import árak miatt romlik a külső egyensúly, ami az euró gyengüléséhez vezet, ez pedig – a gyenge növekedés ellenére is – kikényszeríti a reálkamat emelkedését. A magas reálkamatszint az unió sebezhetőbb országaiban (például Olaszországban) fokozottan jelentkezik a magasabb kockázati prémium miatt, ami ismét felveti azt, hogy politikailag mennyire fenntartható az eurozána közös költségvetés nélkül. Olaszország ráadásul viszonylag kiszolgáltatott az orosz gázimport felé is.

Ez a scenárió az egész EU-ban, így természetesen nálunk is, rontja a növekedési és a fiskális fenntarthatósággal kapcsolatos kilátásokat is.

5.1.1 Külső feltevések

Az alappályához képest a legnagyobb különbség az, hogy a külső kibocsátási rés lényegesen jobban kinyílik, masszívan negatív az első években, és csak 2027-re záródik be. A recesszió ellenére a külső reálkamatok és így az euróhozamok magasabbak, mint az alappályán – a kockázati prémiumok és a gyenge euró monetáris politikát korlátozó hatásai miatt. A reálkamatot a nagy költségvetési hiányok is emelik. A nagy negatív kibocsátási rés és a magasabb reálkamat a tartósan magas energiaárak ellenére is valamivel alacsonyabb inflációs pályához vezet, mint az alapforgatókönyvben.

Ábra 33: Energiaválság és recesszió: külső feltevések



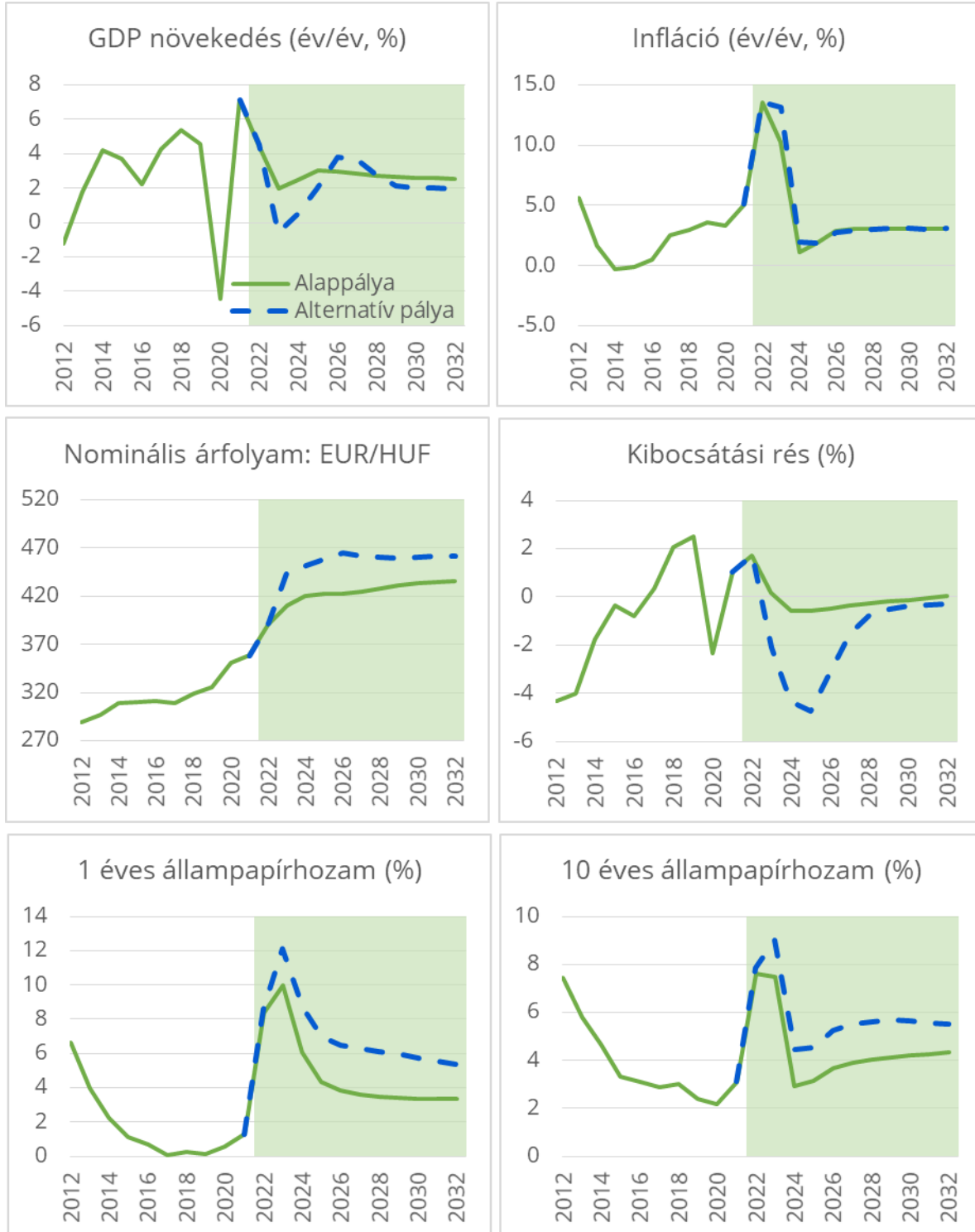
Forrás: OGRsearch

5.1.2 A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás

A magyar gazdasági teljesítmény elhúzódóan gyengébb a külső kereslet tartós visszaesése miatt, a kibocsátási rés csak az évtized vége felé záródik be. Az infláció lefutása hasonló az alapforgatókönyvhöz, mert a negatívabb kibocsátási részt (2023 kivételével) nagyjából ellensúlyozza a gyengébb árfolyam. A magasabb reálkamat-környezet és a periféria magasabb kockázati

prémiuma magasabb hozamokat jelent mind a hozamgörbe rövid, mind pedig a hosszú végén a teljes időszakban.

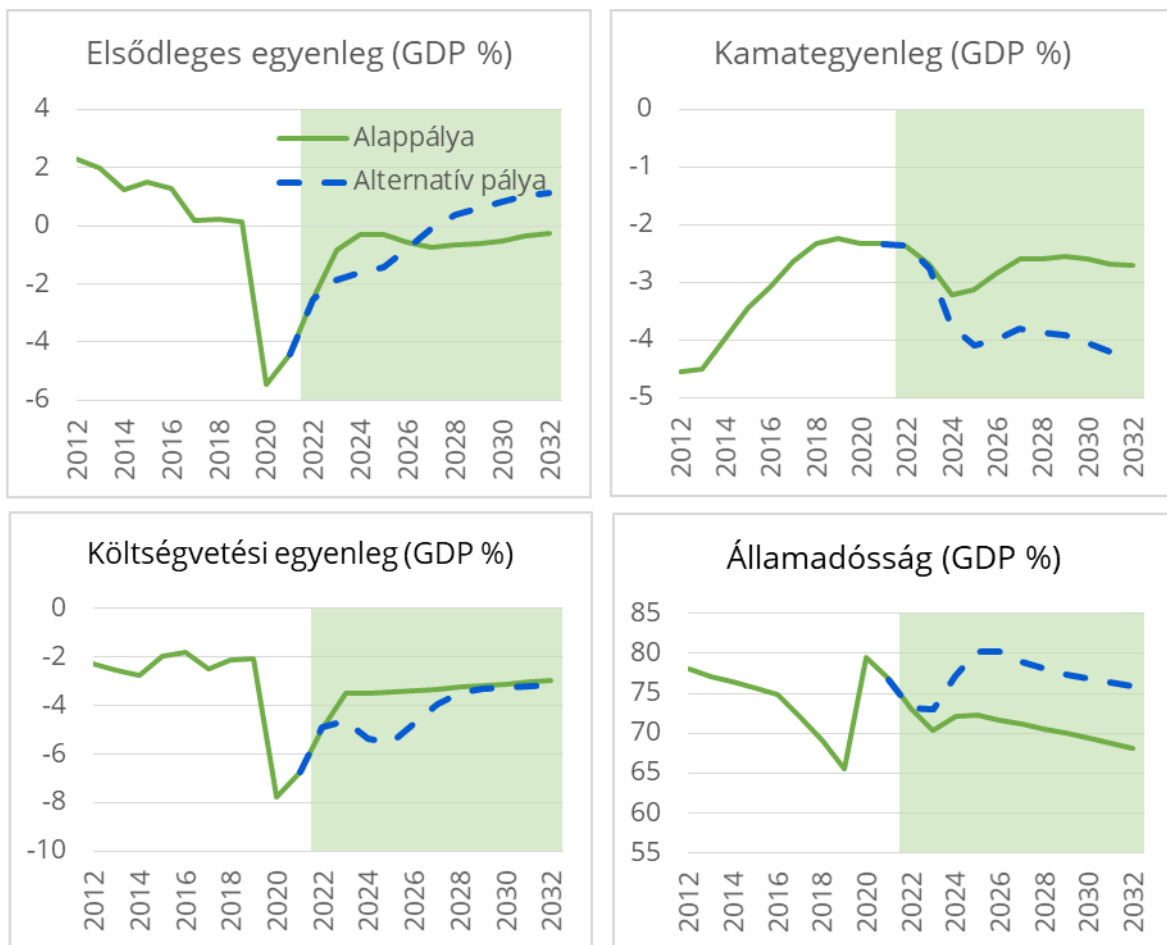
Ábra 34: Energiaválság és recesszió: főbb hazai makrogazdasági változók



Forrás: OGResearch

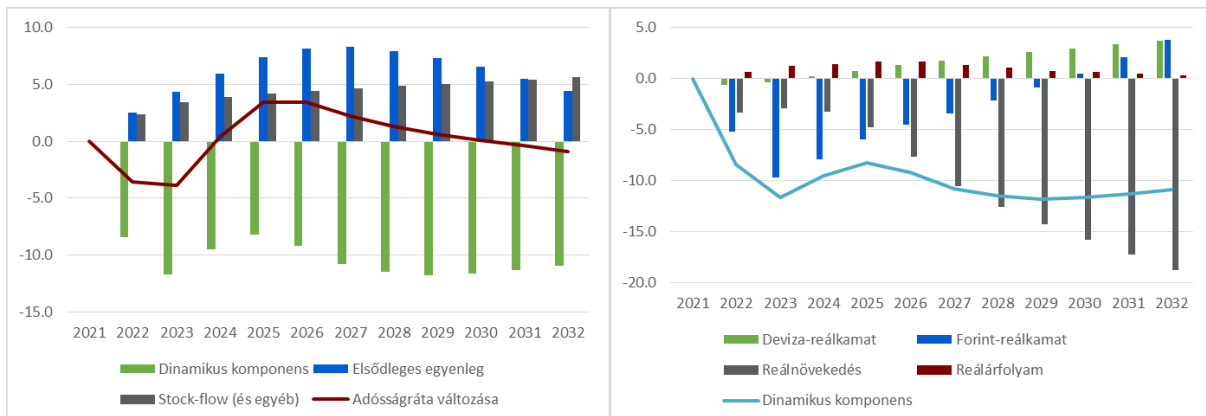
Az elsődleges költségvetési hiány ebben a forgatókönyvben átmenetileg meghaladja az alappályában előrejelzett szintet. Az eltérést elsősorban a ciklikus pozíció romlása, azaz a lassabb növekedésből eredő átmeneti bevételkiesés okozza. Egy idő után a gazdaságpolitika kénytelen az elsődleges egyenleget a korábbi pálya fölé vinni, hogy a teljes hiányt a korábbi pályához közelítse és az államadósság növekedését megállítsa. A kamategyenleg végig rosszabb, mint az alappálya esetében, a magasabb adósságpálya és megnövekedett hozamok miatt. A GDP arányos államadósság meghaladja a 80 százalékot az évtized közepére, és utána is csak lassan csökken.

Ábra 35: Energiaválság és recesszió: költségvetési mutatók



Forrás: OGRsearch

Ábra 36: Energiaválság és recesszió: államadósságpálya (2021-től kumulált GDP-arányos változás, százalékpont)



Forrás: OGRResearch

5.2 Tartósan alacsonyabb növekedés a deglobalizáció és a növekvő katonai kiadások miatt

A második forgatókönyvben azzal a feltevéssel élünk, hogy a következő 10 évet a nemzetközi konfliktusok és az ezekre adott politikai és gazdaságpolitikai válaszok uralják. A konfliktusok nem feltétlenül vezetnek háborúhoz, de ha a háború veszélye elég magas, akkor az jelentősen befolyásolja a döntéseket. Kialakulni látszik egy tengely, amelynek fő összekötő motívuma a jelenlegi (a „Nyugat”/USA által domináltak vélt) világrenddel szembeni ellenszenv: Oroszország, Kína, Irán, Észak-Korea stb. Megnőtt az esélye például annak, hogy Kína megpróbálja elfoglalni Tajvant, és emiatt nyílt katonai konfliktusba kerül az USA-val és szövetségeseivel.

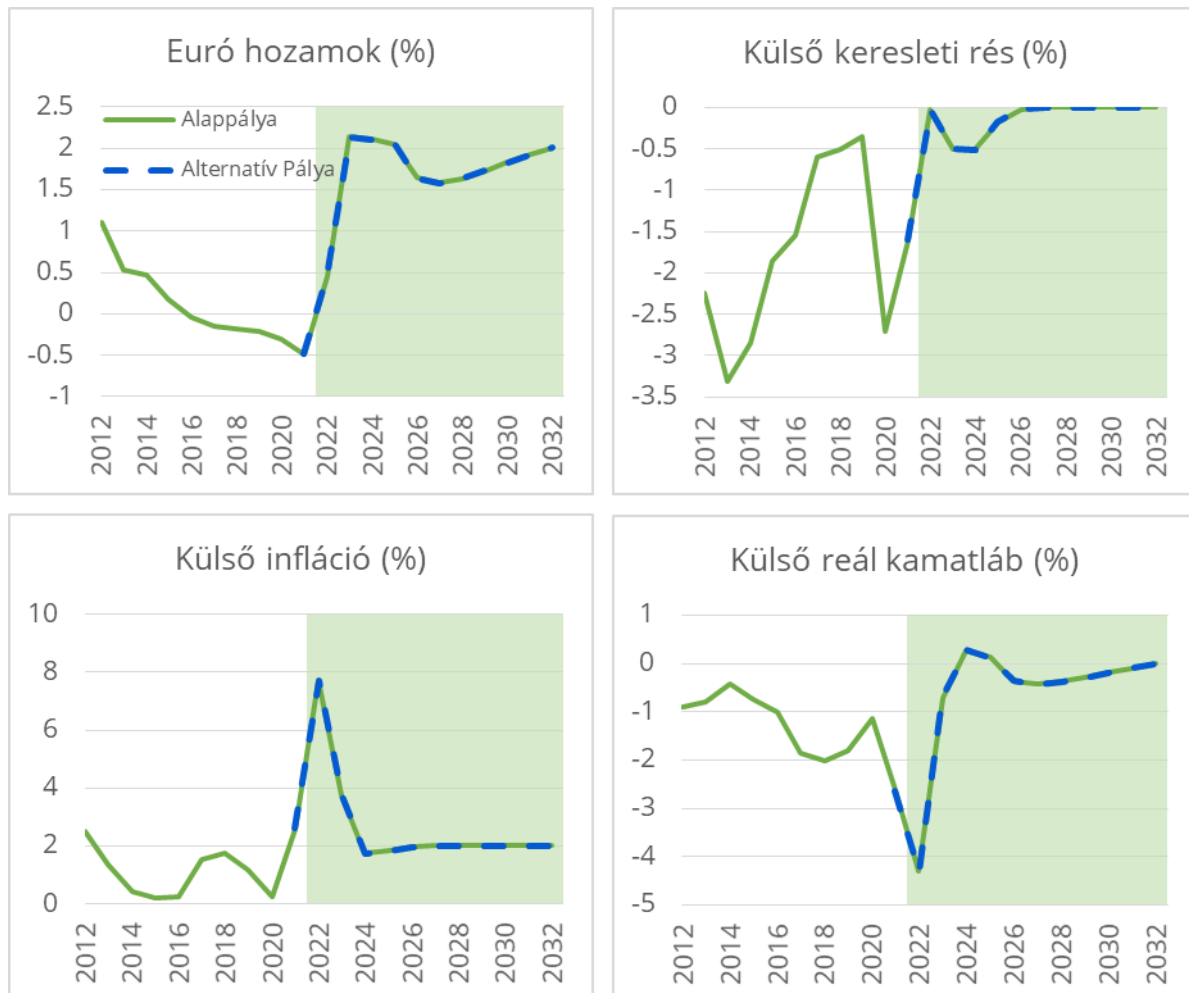
Ebben a forgatókönyvben a globalizáció nem csak megtorpan, hanem vissza is fordul, vagyis a kormányok és üzleti döntéshozók – a hatékonysági veszteségek árán is – termelési tevékenységeket telepítenek vissza a működőtőke hagyományos forrásországába. Az önellátás felé való elmozdulás viszonylag széles területen jellemzővé válik: a nyersanyagoktól kezdve a kulcstechnológiáig. Ezzel párhuzamosan a magasabb katonai kiadások miatt világszerte emelkedik a költségvetési hiány, így kevesebb erőforrás jut a termelékenységet növelő kormányzati kiadásokra (például infrastrukturális beruházásokra). Végül: ebben a szcenárióban az állam jobban beleavatkozik a normál üzleti döntésekbe is, mint az alappályán.

A fenti tényezők hatására a világgazdaság az alappályához képest éves átlagban 1.5 százalékponttal lassabban nő az időszak első felében, ami Magyarország esetében ennél valamivel erőteljesebb lassulással jár. A növekedési hatás a 10 éves időszak végére eltűnik, azonban a gazdaságok nem „hozzák be” a korábbi lemaradásukat, a kibocsátás az alappályához tartósan lefelé tolódik.

5.2.1 Külső feltevések

A külső ciklikus és hozamfeltevésekben ez a pálya azonos az alappályával, az egyetlen eltérés az alacsonyabb termelékenységnövekedés miatti alacsonyabb külső keresleti (GDP) pálya.

Ábra 37: Tartósan alacsonyabb növekedés: külső feltevések

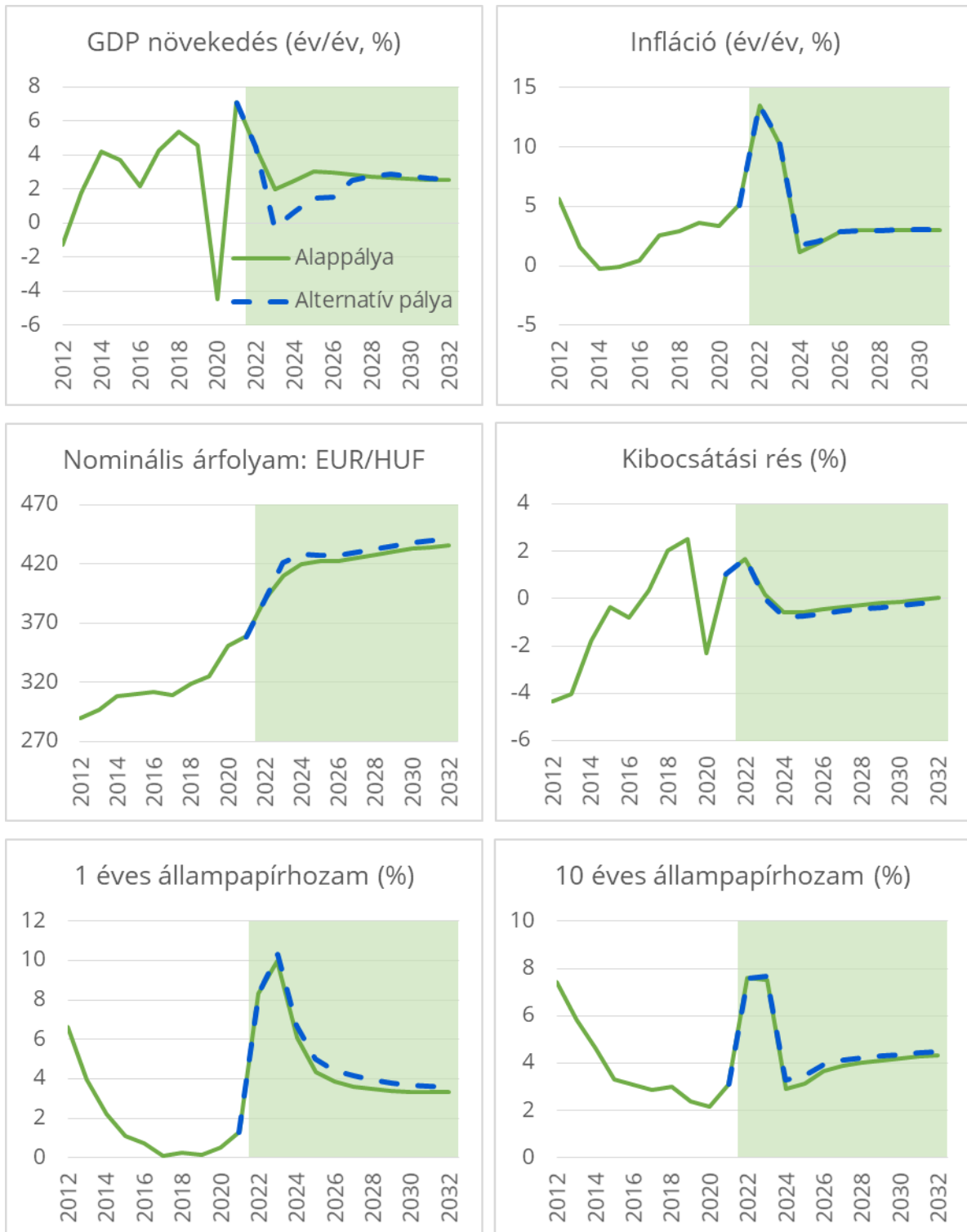


Forrás: OGResearch

5.2.2 A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás

A hazai gazdaság esetében is a legfontosabb változás az alacsonyabb potenciális növekedési pálya. Az időszak elején a növekedés nulla körülire lassul, és csak az évtized utolsó éveiben tér vissza a korábbi pálya közelébe. A kibocsátási rés azonban nem változik, mert az alacsonyabb növekedés (tehát a trend megváltozása, és nem a ciklikus keresleti viszonyok) következménye. A nominális árfolyam kis mértékben gyengébb az alappályában szereplőnél, amit a gyengébb növekedés miatti magasabb kockázati prémium okoz. Az infláció csak minimálisan emelkedik az alappályához képest, az MNB azonban a magasabb kockázati prémium miatt kénytelen némiképp magasabban tartani a kamatot.

Ábra 38: Tartósan alacsonyabb növekedés: főbb hazai makrogazdasági változók



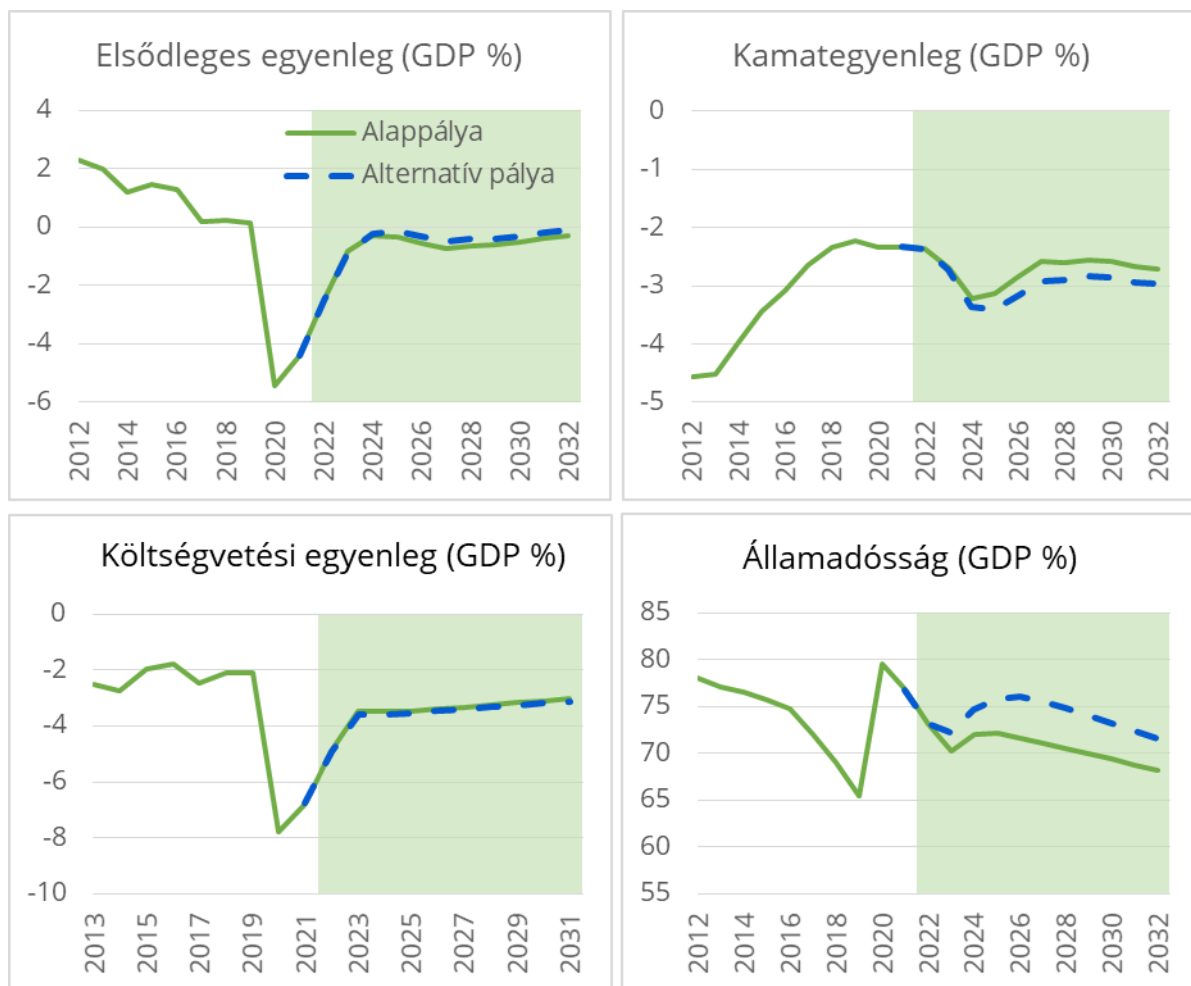
Forrás: OGRsearch

A költségvetési folyamatok esetében fontos feltevés, hogy a gazdaságpolitika a lassú növekedés ellenére csak minimálisan rosszabb elsődleges egyenleget enged meg az időszak első éveiben (szemben az első alternatív scenárióval). Ez azért van így, mert a gyenge növekedési teljesítmény

nem átmeneti (ciklikus) jellegű, ezért nem lehet arra számítani, hogy majd a jobb években sikerül ellensúlyozni a gyengébb évek nagyobb deficitjeit. Feltevéseink szerint az évtized közepétől kezdve még valamivel jobb is az elsődleges egyenleg, mint az alappálya esetén, viszont a kamategyenleg végig rosszabb.

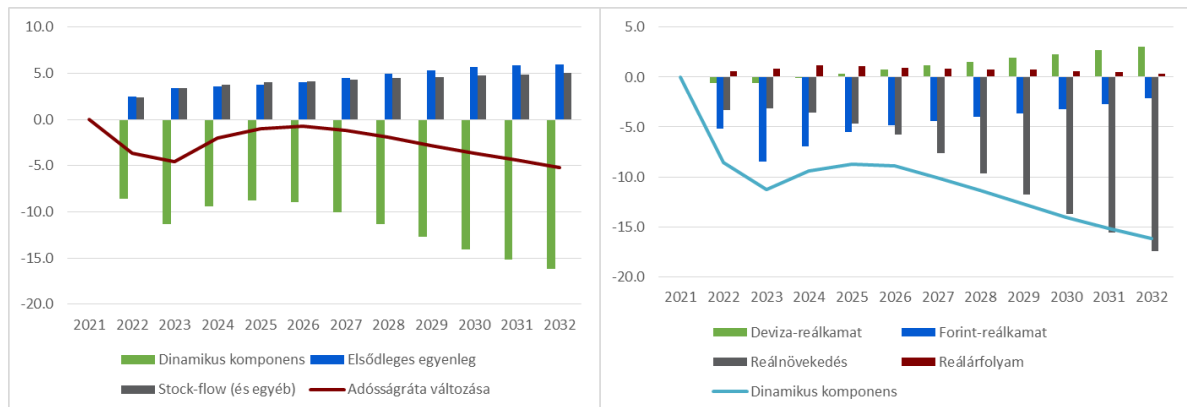
Az alacsonyabb gazdasági növekedés elsősorban az adósságráta nevezőjén keresztül hat, és a szigorú költségvetési politika ellenére az adósságráta 75 százalék fölé emelkedik és csak az előrejelzési időszak vége felé kezd érdemben csökkenni, amikor a növekedés ismét erőteljesebb lesz. Ez is rávilágít arra, hogy egy adott költségvetési deficitpálya mellett milyen nagy jelentősége van a növekedésnek az adósságráta alakításában.

Ábra 39: Tartósan alacsonyabb növekedés: költségvetési mutatók



Forrás: OGResearch

Ábra 40: Tartósan alacsonyabb növekedés: adósság mutatók (2021-től kumulált GDP-arányos változások, százalékpont)



Forrás: OGRResearch

5.3 Technológiai gyorsulás, alacsony energiaárak

A harmadik forgatókönyvünk pozitív: a koronavírus járvány utóhatásaként felgyorsul a technológiai fejlődés amely többek között alacsony energiaárakat is eredményez. A koronavírus kényszerhelyzete megmutatta, hogy lehetséges gyorsan jelentős pozitív változásokat elérni, akár a konkrét termékek gyors kifejlesztésében (új típusú vakcinák), akár a szervezési kérdésekben (távdiagnózis, távoktatás, távmunka stb.). Ez felveti annak a lehetőségét, hogy ezeken a területeken a jövőben is gyorsabb fejlődést tapasztalhatunk, részben azért, mert a magánszektor is meglátta a lehetőségeket a nagy jelentőségű, profitábilis technológiai áttörésre, másrészt a kormányok is hajlamosabbá válhattak a kísérletezésre.

A kormányok számára különösen fontos terület az oktatás és az egészségügy. Ezen területeken a költségnövekedés az elmúlt évtizedekben jellemzően gyorsabb volt az általános inflációnál, viszont a hosszú távú növekedés fenntartásához fontos, hogy az emberi erőforrásokat célzó területeken a szolgáltatások jó minőségűek legyenek, ez pedig elkerülhetetlenné tette a költségvetési feszültségeket. A hatékonyságjavulás ezen területeken jobb helyzetbe hozhatja a fejlett világ költségvetési döntéshozóit, ami végső soron megnyithatja az utat az adócsökkentések és/vagy a jobb állami szolgáltatások előtt. Ezen fejlemények pedig világszerte magasabb növekedéshez vezethetnek.

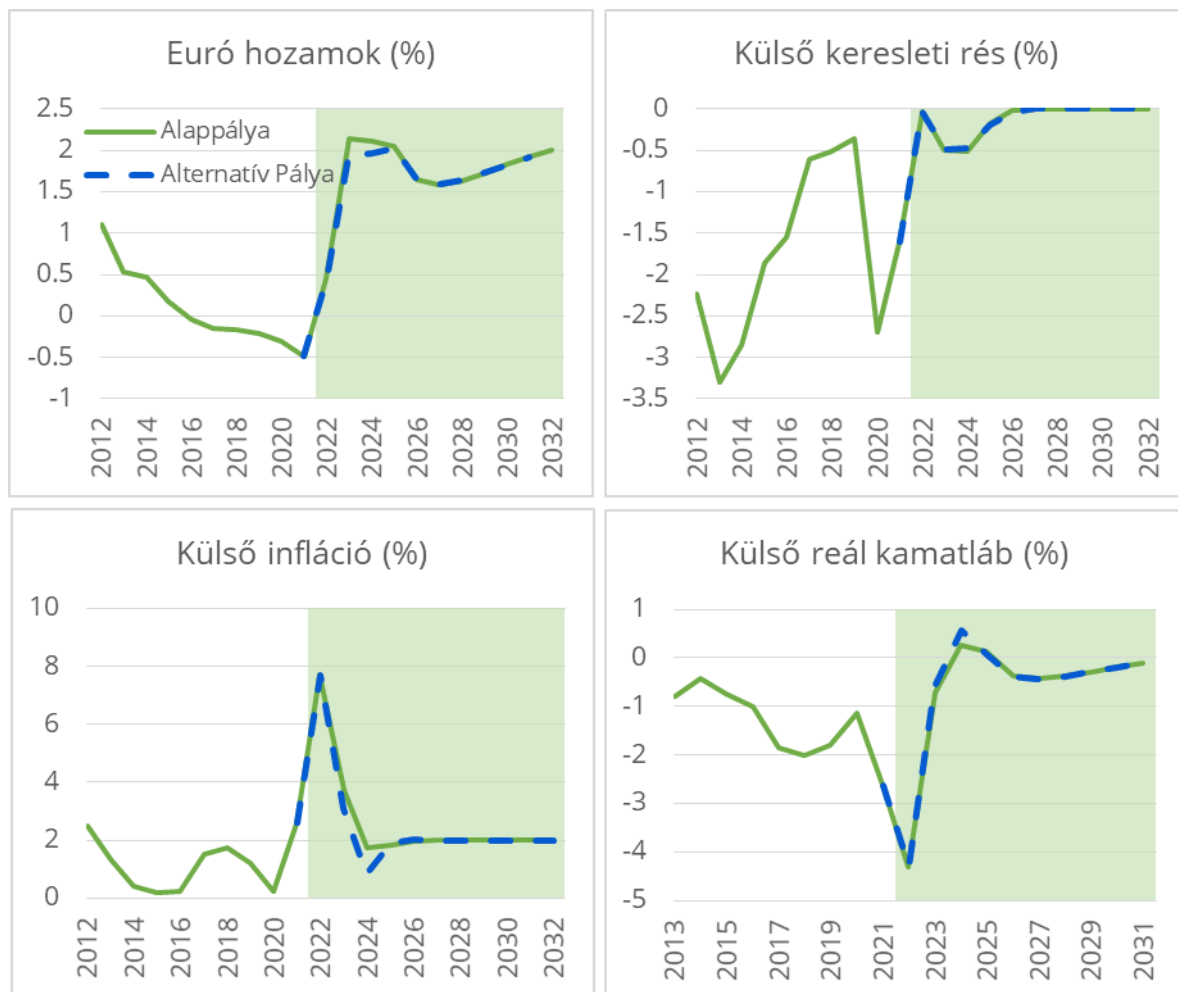
Furcsának tűnhet a jelenlegi helyzetben az alacsony energiaárakkal foglalkozni, de ebben a forgatókönyvben ezt is feltettük, így ez a forgatókönyv hasonlít valamelyest a 90-es évekre (a gyors globális növekedés mellett is alacsonyolajárak korszakához). Ezt azért tartjuk lehetségesnek, mert a rövid távon tapasztalt rendkívül magas energiaárak növelik a beruházási és innovációs hajlandóságot, ami hosszabb távon tartósan alacsonyabb energiaárakhoz vezethet („a jövőbeli magas árak legjobb ellenszere a jelenbeli magas ár”). A megújuló energia termelése és az energia tárolása az utóbbi 10-15 évben óriási árcsökkenésen ment keresztül. Ennek eredményeképpen a megújuló energia sokszor már piaci alapon is versenyképes volt még a jelenlegi árrobbanás előtt is, most pedig különösen. Az olaj- és gáztermelés is felfuthat a jelenlegi magas árak miatt, az európai kormányok és az EU pedig valószínűleg nagy összegeket fognak gázszállítási és egyéb energiainfrastruktúrába fektetni, hogy megakadályozzák a jelenlegi energiaválság

megismétlődését. A túlbiztosítás eredménye viszont könnyen az lehet, hogy normál időszakban az alacsony energiaár lesz a jellemző.

5.3.1 Külső feltevések

Pozitív scenáriónkban a külső környezetben az infláció gyorsabban normalizálódik, ami lehetővé teszi az alacsonyabb nominális hozamkörnyezetet az időszak elején. A gazdasági növekedés gyorsabb, ami miatt a reálkamatláb az időszak elején valamivel magasabb.

Ábra 41: Technológiai gyorsulás: külső feltevések

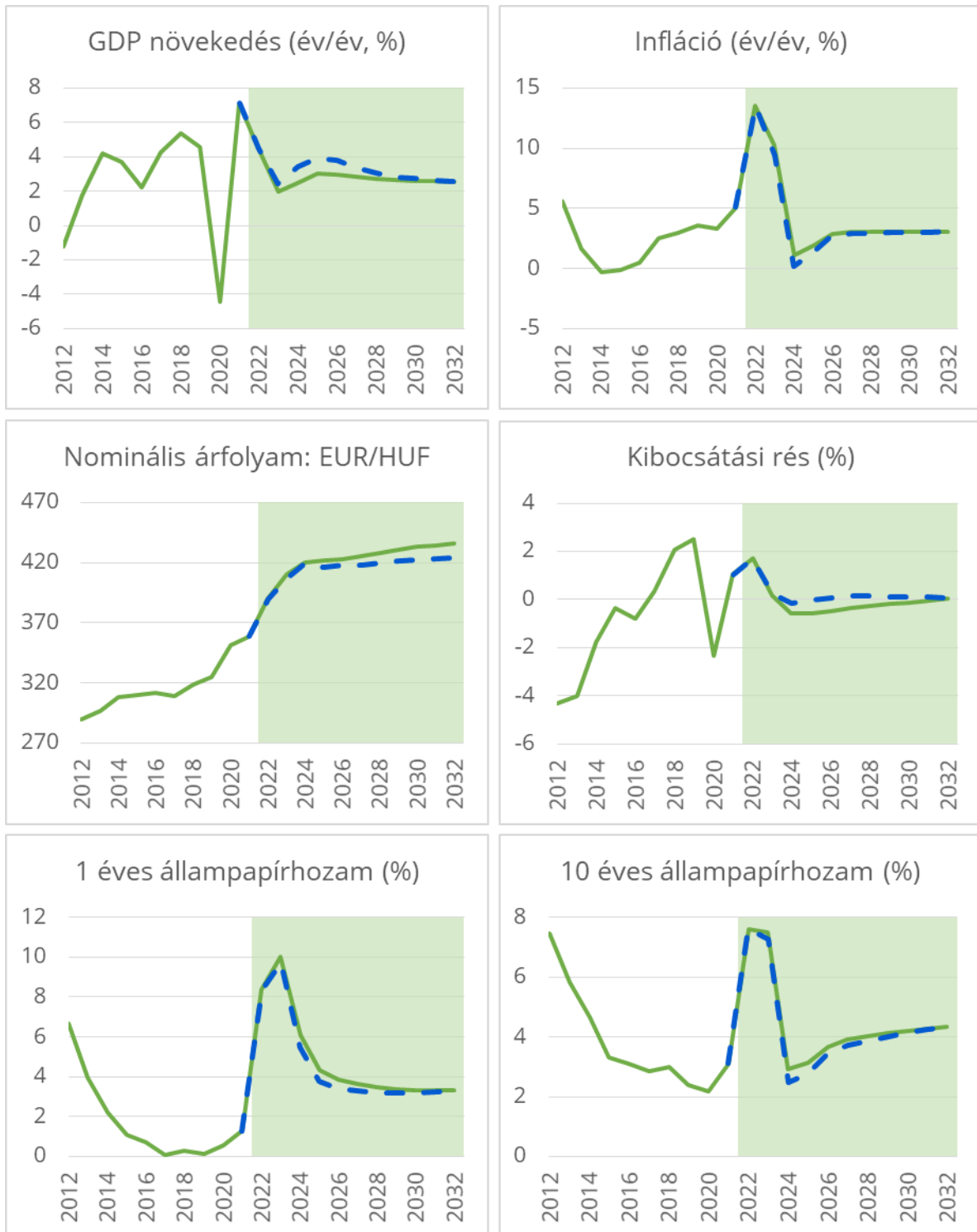


Forrás: OGRsearch

5.3.2 A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás

A magyar gazdaság esetében is egy gyorsabb növekedést jelent ez a forgatókönyv, az évtized közepén 3,5 százalékos körüli értékekkel, és csak az előrejelzési időszak végére közelíti meg az alappálya 2,5 százalékos körüli értékét. A gyorsabb dezinfláció, az alacsonyabb hozamok (különösen az időszak elején) szintén hasonlóak a nemzetközi folyamatokhoz, Magyarország esetében ezt még segíti a javuló kockázati prémium is. A forint így valamivel erősebb az alappályához képest.

Ábra 42: Technológiai gyorsulás: főbb hazai makrogazdasági változók



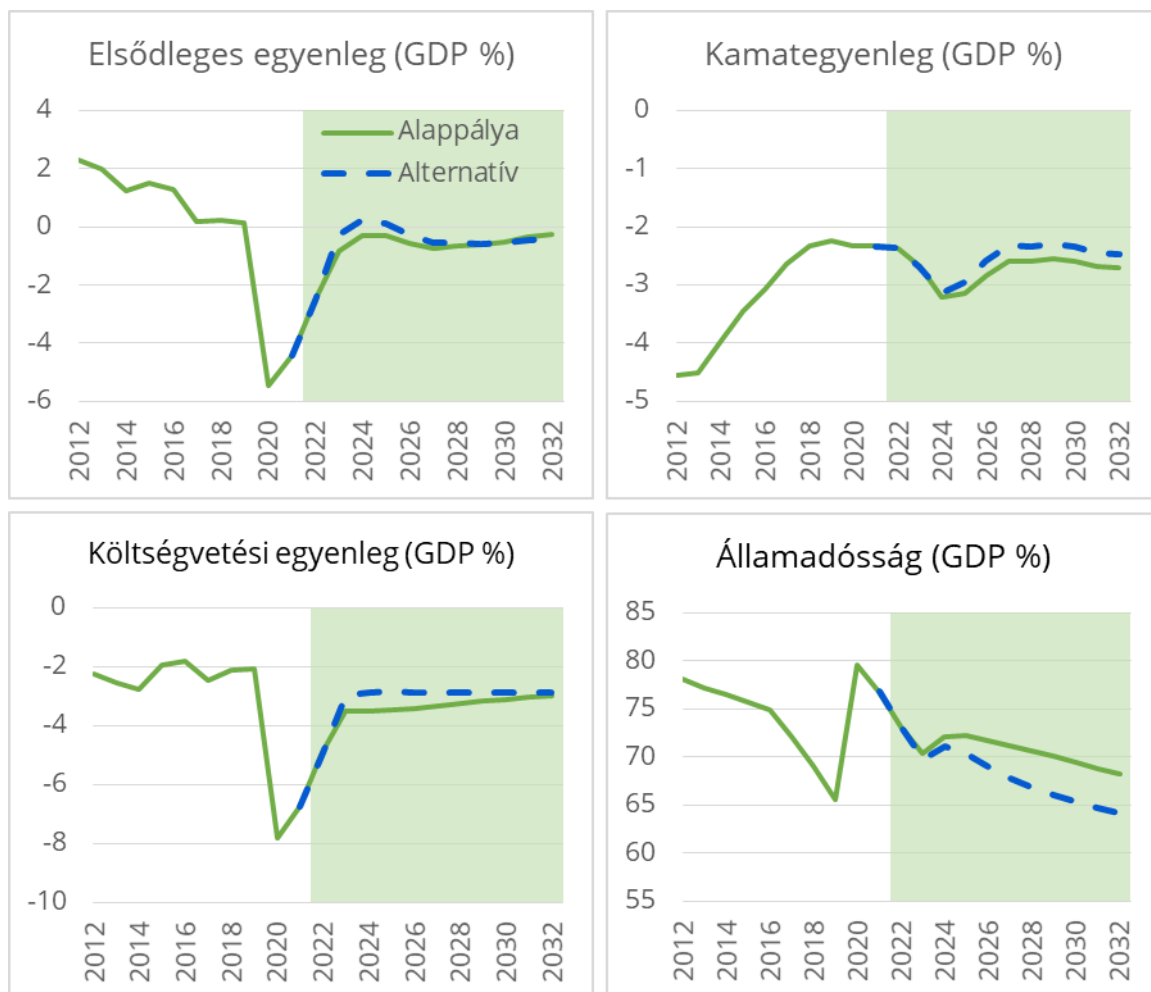
Forrás: OGRsearch

Ebben a forgatókönyvben a magasabb növekedés hatására csökken az elsődleges hiány az alappályához képest az időszak elején. A feltételezéseinkből adódóan ez egyrészt fájdalommentes a gyorsabb növekedés miatt, másrészt a növekedés jellege is olyan (pontosan az állami szolgáltatások terén elért hatékonyság bővülés miatt), ami a deficit csökkentésének irányába hat. Felmerülhet a

kérdés, hogy miért nem szimmetrikus a gazdaságpolitika az alacsonyabb potenciális növekedés forgatókönyvéhez képest, azaz miért nem nagyjából ugyanakkora elsődleges egyenleget céloz, mint korábban? Ezt az eltérő kockázati profillal magyarázzuk (a növekvő adósságráta veszélyes, a „túl alacsony” deficitek könnyen orvosolhatóak). Csak az időszak végére lesz valamivel magasabb az elsődleges egyenleg az alappályában feltételezettnél, a kamategyenleg azonban végig alacsonyabb, ami összességében egy végig alacsonyabb költségvetési hiánypályát eredményez.

Az alacsonyabb hiány és a gyorsabb GDP növekedés erősen csökkenő államadósságrát okoz, az időszak végére 64 százalékra mérséklődő értékkel. Érdekes módon azonban még ebben a scenárióban is átmenetileg emelkedik az adósságráta 2024-ben. Ennek oka minden verzióban elsősorban az infláció csökkenése az energiaárak normalizálódásával. Ebben a forgatókönyben az infláció még alacsonyabb is, mint az alappályában, ami erősíti ezt a hatást, amit az alacsonyabb hiány és a magasabb reálnövekedés sem képes ellensúlyozni.

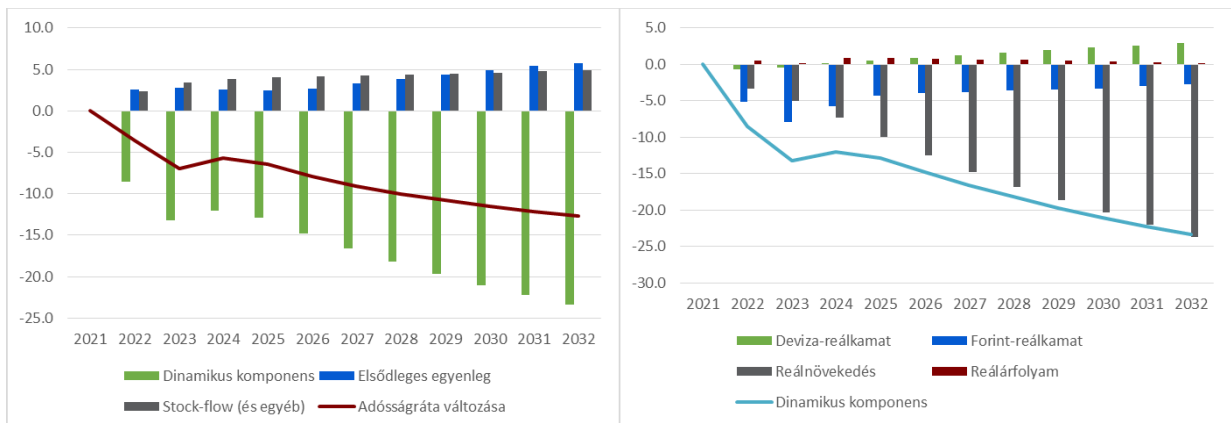
Ábra 43: Technológiai gyorsulás: költségvetési mutatók



Forrás: OGRResearch

Nem meglepő módon az államadósságráta ebben a forgatókönyvben csökken a legjobban, és az időszak végére 65 százalék alá mérséklődik. Ez a forgatókönyv arra is felhívja a figyelmet, hogy a körülmények nagyon szerencsés együttállása kell ahhoz, hogy az adósságráta visszatérjen a koronavírus előtti szintre.

Ábra 44: Technológiai gyorsulás: adósság mutatók (2021-től kumulált GDP-arányos változások, százalékpont)



Forrás: OGResearch

6. Következtetések

A magyar GDP-arányos államadósság 2011 után csökkenő pályára állt, és az akkori 81 százalékos csúcspól 2019 végére 65 százalék közelébe süllyedt. Ezt a kedvező folyamatot a pénzügyi válságot megelőző időszakhoz képest lényegesen kiegyensúlyozottabb költségvetési politika, illetve a gazdaság fehéritése irányába tett sikeres lépések mellett főként a 2014-től fellendülő növekedés tette lehetővé. 2020-ban a világméretű recesszió és a koronavírus-járvány miatt megugró költségvetési hiány hatására az adósságráta ismét a GDP 80 százalék fölé emelkedett, és alig egy év alatt semlegesítette a korábbi évtized eredményeit. Bár a gazdaság a tavalyi év folyamán fokozatosan leküzdötte a járvány okozta nehézségeket, a gazdaság újraindításához szükséges többletkiadások miatt a költségvetési hiány továbbra is magas maradt, az államadósság pedig továbbra is jóval meghaladta a járvány előtti évek átlagát.

Az idei évben új nehézségekkel kellett szembesülnünk: az orosz-ukrán háború számos csatornán keresztül szűkíti a fiskális mozgásteret. Bár a háborúval összefüggő közvetlen költségek nem számottevőek, a gazdaság érdemi lassulása önmagában is növeli a költségvetési hiányt. A visszaeső külső kereslet és a drasztikusan megugró importárak (különösen a gáz- és energiaárak) is erőteljes nyomást helyeznek a forint árfolyamára és az inflációra, amelyre a jegybank a monetáris kondíciók szigorításával reagál. Ráadásul a kormány év eleji (választás előtti) költsége is hozzájárult ahhoz, hogy az év első felében a még dinamikusabban bővülő gazdasági teljesítmény ellenére sem csökkent érdemben a költségvetési hiány. Összességében azt mondhatjuk, hogy a külső és a belső (a politikai konjunktúraciklussal összefüggő) folyamatok hatására a magyar költségvetési politika az év közepén jelentős korrekcióra kényszerült, hogy tartani tudja az idei évre előirányzott hiányt. A magas deficit ellenére az államadósság rátája azonban idén érdemben csökkenhet, elsősorban azért, mert a viszonyítás alapja, a nominális GDP (a felpörgő infláció és az év első felének dinamikus gazdasági teljesítménye miatt) sokkal magasabb.

Előrejelzésünk alappályája arra hívja fel a figyelmet, hogy a következő évtized a magyar gazdaság növekedési kilátásai és a költségvetési politika lehetőségei szempontjából nehezebb lesz, mint a megelőző. Még akkor is, ha a magyar közvéleményt és a politikai elitet leginkább foglalkoztató kérdésekben az elemzői és piaci konszenzusnak megfelelően optimisták vagyunk. Egyrészt azzal számolunk, hogy a gáz- és energiaárak drasztikus megugrása átmeneti jelenség, és nem okoz sem tartós recessziót, sem elhúzódó inflációt a világban. Másrészt arra számítunk, hogy a magyar kormánynak az ősz folyamán sikerül megegyeznie az EU-val a jogállamisági eljárás által érintett kérdésekben. Így idővel elérhetővé válnak a helyreállítási alap és a 2021-27-es uniós költségvetés forrásai.

A rövid távú pozitív fejlemények (vagy a néhány éven belül megoldódó problémák) mellett a pesszimizmusunk elsősorban abból adódik, hogy a magyar gazdaság kimerítette a gazdasági növekedés legkönnyebben kiaknázható forrását. A demográfiai folyamatok ismeretében a

munkaerő extenzív bővülése már nem nagyon tudja támogatni a kibocsátást, a termelékenység érdemi felpörgetéséhez pedig új növekedési modellre lenne szükség. Ráadásul az emberi erőforrások hatékonyabbá tételéhez komolyabb költségvetési forrásokra is szükség volna, elsősorban az elmúlt évtized vesztes ágazataihoz sorolható oktatás és az egészségügy területén. Összességében azzal számolunk, hogy a következő tíz évben a magyar gazdaság növekedési potenciálja alacsonyabb, így költségvetési lehetőségei korlátozottabbak lesznek. A tartós költségvetési fegyelem mellett az államadósság GDP-arányos rátája még így is csökken, de jóval mérsékeltebb ütemben: közel tíz évre lesz szükségünk ahhoz, hogy 70 százalék alá tornásszuk vissza az értékét, amely az előrejelzési horizontunk végén is magasabb lesz a koronavírus járványt megelőző utolsó békeév szintjénél, arról nem is beszélve, hogy régiós összehasonlításban továbbra is kiugróan magas marad.

A magas adósságráta erősen behatárolja az ország mozgásterét abban, hogy az esetleges negatív külső sokkokat semlegesíteni tudja. Az ország nyitottsága, valamint a nemzetközi piacokba való beágyazottsága is abba az irányba hat, hogy a magyar gazdaság teljesítménye és az államháztartás helyzete továbbra is igen érzékeny a külső fejleményekre. Elemzésünkben az alappálya mellett három alternatív forgatókönyvet vizsgáltunk. Ezek mind olyan külső feltételezéseket jelenítenek meg, amelyek az alappályánkhöz képest kisebb valószínűségűek, de nem tekinthetők szélsőséges, válságszerű eseményeknek.

Az *első forgatókönyvben* azt tesszük fel, hogy a magas gáz- és energiaárak tartósan fennmaradnak, és komoly recesszióba lökik az importőr európai országokat. Az EU kibocsátása ebben a forgatókönyvben három ok miatt is visszaesik. Egyrészt amiatt, mert a magas energiaárak a termelés egy részét veszteségesé teszik, másrészt az esetleges energiaellátási problémák fizikai hiányt okozva is csökkentik a termelést, harmadrészt a bizalomhiány miatt a beruházások is visszaesnek. A visszaeső termelés és a magas importárak miatt romlik a külső egyensúly, ami az euró gyengüléséhez vezet, ez pedig – a gyenge növekedés ellenére is – kikényszeríti a reálkamat emelkedését. A magas reálkamat szint az unió sebezhetőbb országaiban (például Olaszországban) fokozottan jelentkezik a magasabb kockázati prémium miatt. Ez a scenárió az egész EU-ban, így természetesen nálunk is, jelentősen rontja a növekedési és a fiskális fenntarthatósággal kapcsolatos kilátásokat.

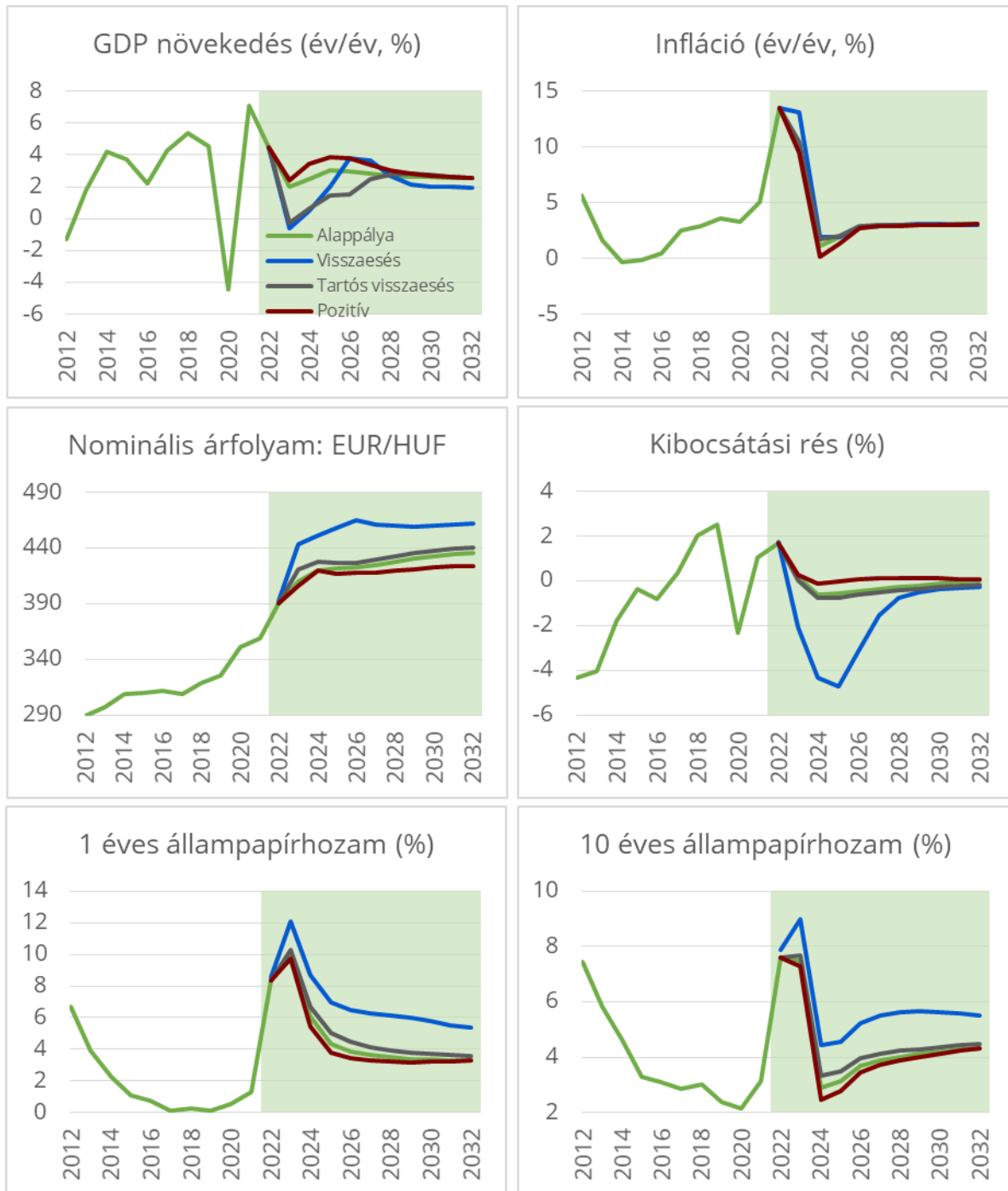
A *második forgatókönyvben* azzal a feltevéssel élünk, hogy a következő évtizedet a nemzetközi konfliktusok és az ezekre adott politikai és gazdaságpolitikai válaszok uralják. Ebben a forgatókönyvben a globalizáció nem csak megtorpan, hanem vissza is fordul, vagyis a kormányok és az üzleti döntéshozók – hatékonysági veszteségek árán is – termelési tevékenységeket telepítenek vissza a működőtőke hagyományos forrásországaiba. Ezzel párhuzamosan a magasabb katonai kiadások miatt világszerte emelkedik a költségvetési hiány, így kevesebb erőforrás jut a termelékenységet növelő kormányzati kiadásokra (például infrastrukturális beruházásokra). Végül: ebben a scenárióban az állam jobban beleavatkozik a normál üzleti döntésekbe is, mint az alappályán. Ezek a fejlemények összességében érdemben lassítják a potenciális növekedést a világban: az alappályához képest éves átlagban 1,5 százalékponttal alacsonyabb bővüléssel számolunk, ami Magyarország esetében ennél valamivel erőteljesebb lassulással jár. A növekedési hatás a 10 éves időszak végére eltűnik, azonban a gazdaságok nem

„hozzák be” a korábbi lemaradásukat, a kibocsátás az alappályához képest tartósan lefelé tolódik. Ez a forgatókönyv az előző (átmeneti recessziót feltételező) forgatókönyvhez hasonló hatással jár: a reálgazdaság szempontjából ugyan drámaibbak a következmények, de a költségvetési egyenlegmutatók és az adósságdinamika némiképp kedvezőbben alakul. Ez azért van így, mert egy tartós válság a fiskális politika részéről is tartós megoldást (alacsonyabb hiányt) követel meg, míg egy átmeneti recesszió esetében a költségvetési politika „simíthatja” a problémát: megengedheti magának az átmenetileg nagyobb hiányt, ha a későbbiekben fellendülő reálgazdaság erre fedezetet nyújt.

A harmadik forgatókönyvben egy optimista forgatókönyvet vázolunk: a koronavírus járvány utóhatásaként felgyorsul a technológiai fejlődés, amely többek között alacsony energiaárakhoz is vezet. A koronavírus kényszerhelyzete megmutatta, hogy a gazdasági szereplők képesek lehetnek gyorsan jelentős pozitív változásokat elérni, akár a konkrét termékek gyors kifejlesztésében (új típusú vakcinák), akár a szervezési kérdésekben (távdiagnózis, távoktatás, távmunka stb.). Ebben a scenárióban azzal számolunk, hogy a jövőben is gyorsabb fejlődést tapasztalhatunk, elsősorban olyan, a kormányok számára fontos területeken, mint az oktatás és az egészségügy. A hatékonyságjavulás ezen szektorokban lényegesen jobb helyzetbe hozhatja a fejlett világ költségvetési döntéshozóit, ami végső soron megnyithatja az utat az adócsökkentések és/vagy a jobb állami szolgáltatások előtt. Ezen fejlemények pedig világszerte magasabb növekedéshez vezethetnek. A technológiai optimizmustól fűtve és a jelenlegi magas energiaárakra reagálva az európai kormányok és az EU pedig valószínűleg nagy összegeket fognak gázzállítási és egyéb energiainfrastruktúrába fektetni, hogy megakadályozzák az energiaválság megismétlődését. A túlbiztosítás eredménye viszont könnyen az lehet, hogy az energiárak érdemben csökkennek, és tartósan alacsonyak maradnak. Ez a forgatókönyv mind a növekedési kilátások, mind a költségvetési folyamatok szempontjából az alappályánál lényegesen kedvezőbb helyzetbe hozza a döntéshozókat. Megjegyzendő azonban, hogy még ebben az esetben is 8 évre van szükség ahhoz, hogy az adósságráta elérje a koronavírus-járvány előtti mélypontot.

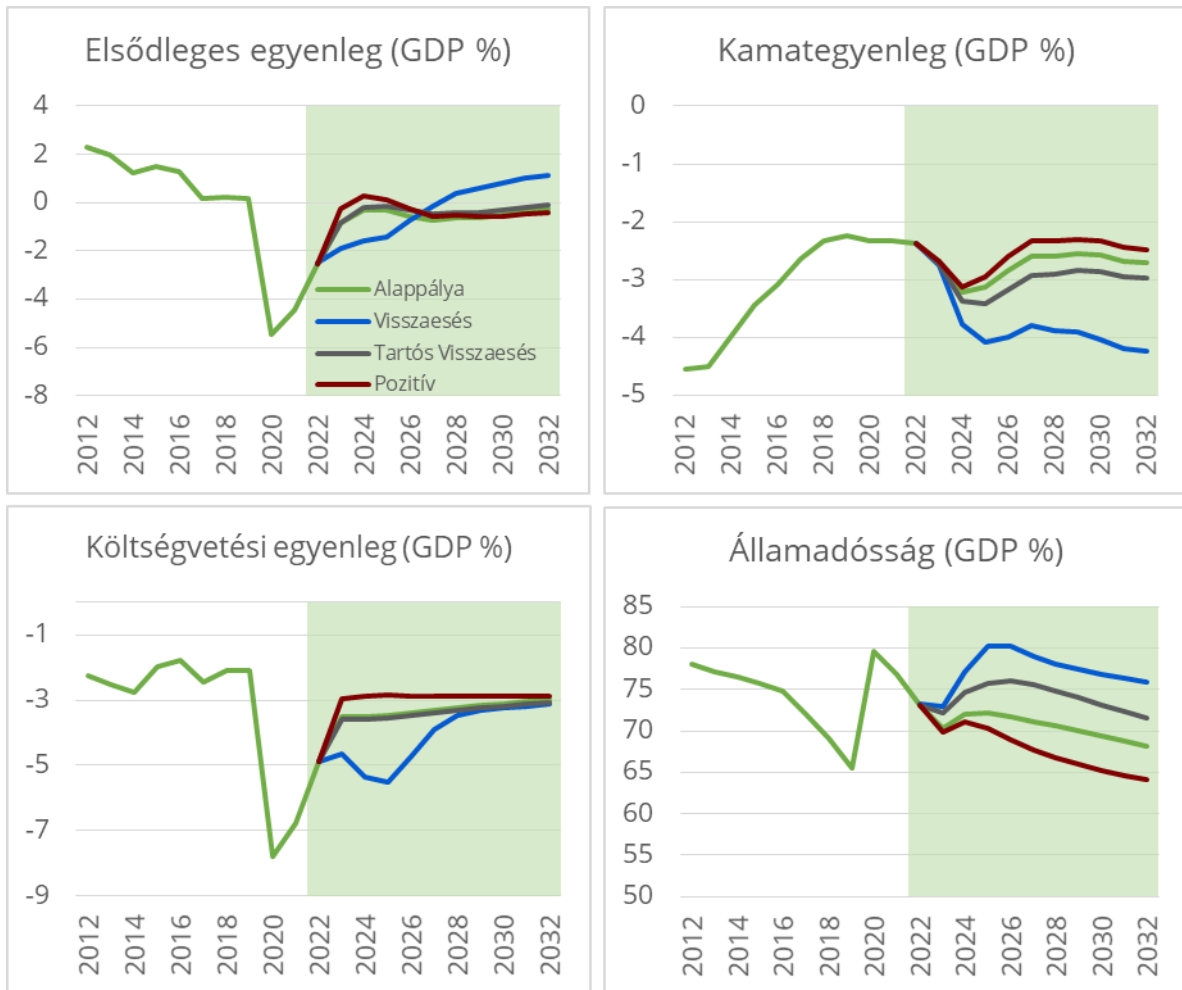
Az alappályát és az alternatív forgatókönyvek makrogazdasági és költségvetési következményeit a következő ábrák foglalják össze.

Ábra 45: az alternatív pályák összehasonlítása: hazai makrováltozók



Forrás: OGResearch

Ábra 46: az alternatív pályák összehasonlítása: költségvetési mutatók



Forrás: OGResearch

7. Felhasznált irodalom

European Commission (2022): European Economic Forecast. Summer 2022

https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/summer-2022-economic-forecast-russias-war-worsens-outlook_en#executive-summary

International Monetary Fund (2022): World Economic Outlook, 2022 April

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>

Költségvetési Tanács (2021): A Költségvetési Tanács Véleménye Magyarország 2022. évi központi költségvetéséről szóló 2020. évi XC. Törvény módosításáról szóló törvényjavaslat tervezetéről

<https://www.parlament.hu/documents/10181/1628995/T16118+K%C3%B6lts%C3%A9gv%C3%A9si+Tan%C3%A1cs+v%C3%A9lem%C3%A9nye+a+t%C3%B6rv%C3%A9nyjavaslat+tervezet%C3%A9r%C5%91l.pdf/3532c606-6bd5-e004-26c7-649f9455a76d?t=1620121444744>

Magyar Nemzeti Bank (2022): Költségvetési Jelentés, Költségvetési jelentés - A 2023. évi költségvetési törvényjavaslat elemzése – 2022. június

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/koltsegvetesesi-jelentes/koltsegvetesesi-jelentes-jelentesek/koltsegvetesesi-jelentes-a-2023-evi-koltsegvetesesi-torvenyjavaslat-elemzese>

Magyar Nemzeti Bank (2022): Inflációs jelentés, 2022 június

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes/2022-06-30-inflacios-jelentes-2022-junius>

Magyar Nemzeti Bank (2022): Hitelezési folyamatok, 2022 március

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/hitelezesi-folyamatok/hitelezesi-folyamatok-2022-marcius>

OECD (2022): OECD Economic Outlook, Volume 2022, Issue 1

https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-outlook-volume-2022-issue-1_bf372988-en

PÉNZÜGYMINISZTERIUM (2021): Makrogazdasági és költségvetési előrejelzés, 2021-2025, 2021 december

<https://cdn.kormany.hu/uploads/document/e/ec/ec9/ec9819f5f7ab970209713e3754475e18924294e8.pdf>

Szilágyi, K., D. Baksa, J. Benes, Á. Horváth, Cs. Köber és G. D. Soós (2013): "The Hungarian Monetary Policy Model", MNB Working papers 2013/1.

8. Függelék

8.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói

		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Nominális Kamatláb										Előrejelzés				
Hazai állampapírhozám: 1 éves	%	0.5	1.3	8.3	10.0	6.1	4.3	3.8	3.6	3.5	3.4	3.3	3.3	3.3
Külső kamatláb	%	-0.3	-0.5	0.4	2.1	2.1	2.1	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
Árfolyam														
Nominális árfolyam	EUR/HUF	351.2	358.5	390.0	410.0	420.2	422.1	422.4	424.9	428.1	430.8	432.9	434.4	435.6
Reálárfolyam trend	%	2.0	2.0	1.8	1.5	1.0	0.4	0.0	-0.3	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8	-0.9
Árak														
Inflációs cél	év/év, %	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	4.0
Fogyasztói árindex	év/év, %	3.3	5.1	13.5	10.3	1.1	1.9	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
GDP deflátor	év/év, %	6.1	6.6	8.6	8.5	0.8	1.8	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
GDP														
Reál GDP	év/év, %	-4.5	7.1	4.5	2.0	2.5	3.0	3.0	2.8	2.7	2.6	2.6	2.6	2.5
Nominális GDP	év/év, %	1.6	14.5	13.9	11.1	3.3	4.9	5.8	5.9	5.8	5.7	5.7	5.7	5.6
Kibocsátási rés	%	-2.3	1.0	1.7	0.2	-0.6	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.0
Fiskális változók														
Költségvetési egyenleg	GDP %	-7.8	-6.8	-4.9	-3.5	-3.5	-3.5	-3.4	-3.3	-3.2	-3.2	-3.1	-3.0	-3.0
Elsődleges egyenleg	GDP %	-5.5	-4.4	-2.5	-0.8	-0.3	-0.3	-0.6	-0.7	-0.6	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3
Nettó kamategyenleg	GDP %	-2.3	-2.3	-2.4	-2.7	-3.2	-3.1	-2.8	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6	-2.7	-2.7
Államadósság	GDP %	79.6	76.8	73.1	70.3	72.0	72.2	71.7	71.1	70.6	70.0	69.4	68.8	68.2

Forrás: OGResearch

8.2 A modell bemutatása

Az előrejelzéshez modell alapú elemzést vettünk igénybe, melynek előnye, hogy a főbb makroökónómiai változók egyidejű és dinamikus kapcsolatának megteremtésével biztosítja a gazdasági folyamatok belső konzisztenciáját. A gazdaság működését leíró összefüggések explicitek, ezért könnyen beazonosíthatók a magyarázó tényezők és a hatásuk is mérhető. A makroökónómiai kivetítés így értelmet nyer, a változások miéretté pedig koherens történettel válaszolhatunk.

A modell az új-keynesi modellek családjába tartozik, amelyekben a reálváltozókat közép/hosszútávon a kínálati oldal határozza meg, amitől rövidtávon átmeneti (többek között keresleti sokkok) eltéríthetik a gazdaságot.

Az általunk használt modell annyiban speciális, hogy a költségvetési politika nemcsak rövid, hanem hosszútávon is hat a gazdaságra, így lehetővé válik a fiskális konszolidációk különböző időtávú hatásainak vizsgálata és az ehhez kapcsolódó átváltások értékelése. A rövid és középtáv eltérése miatt a modell a Kálmán szűrővel az idősorokat trendekre és résekre (gapekre) bontja, emiatt három időtávot érdemes megkülönböztetni:

- rövidtáv vagy üzleti ciklus frekvencia: a gapek nem záródtak a gazdaság nincs egyensúlyban
- középtáv: a gapek záródtak, de a változók nem a hosszátávú egyensúlyi értéküknél állnak
- hosszú táv: a változók beálltak a hosszátávú stabil egyensúlyi értékükre

A modell egy ún. félstrukturális makroblokk és egy fiskális blokk összekapcsolásából áll össze, a kettő közötti kapcsolatot pedig részben egy viszonylag részletes hozamgörbe szerkezet biztosítja. A makroblokk 4 kulcsösszefüggésre épül az IS görbére, a Phillips görbére, a tőkepiaci egyenletre és a monetáris politikai szabályra. A fiskális politika alapesetben egy strukturális deficit célt követ, ahol egy autoregresszív sémának megfelelően közeledik a strukturális deficitcél a hosszátávú

egyensúlyi értékéhez (középtávú cél azaz MTO). Ettől a szabálytól a fiskális politika eltérhet, ami egy tervezett fiskális impulzusnak felel meg (pl. nem az MTO-hoz tart a politika).

A fiskális blokk kapcsolatrendszere a makrováltozókkal

